

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Analýza finanční výkonnosti farmaceutického podniku
Financial performance analysis of the pharmaceutical company

Student: Bc. Lenka Hoheislová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Damar Richtarová, Ph.D.

Ostrava 2010

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Lenka Hoheislová**
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202T010 Finance
Specializace: 00 Finance
Téma: **Analýza finanční výkonnosti farmaceutického podniku**
Financial performance analysis of the pharmaceutical company

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Popis metodologie finanční výkonnosti
 3. Finanční analýza farmaceutického podniku
 4. Zhodnocení finanční výkonnosti
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
NEUMAIEROVÁ, I.; NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1 vyd. Praha: Linde, 2006. 304 s. ISBN 80-86131-63-7.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Dagmar Richtarová, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2009

Datum odevzdání: 30.04.2010

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh vypracovala samostatně.

V Ostravě, 30. dubna 2010

Bc. Lenka Hoheislová

Obsah

1	Úvod.....	3
2	Popis metodologie finanční výkonnosti	5
2.1	Přístupy k měření výkonnosti	5
2.2	Finanční analýza	6
2.2.1	Horizontální a vertikální analýza	8
2.2.2	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	9
2.2.3	Ukazatele rentability	11
2.2.4	Ukazatele likvidity	13
2.2.5	Ukazatele aktivity.....	15
2.3	EVA jako měřítko výkonnosti.....	16
2.3.1	Ekonomická přidaná hodnota EVA.....	16
2.3.2	Náklady kapitálu	17
2.4	Modely hodnocení finanční úrovně.....	20
2.4.1	Bankrotní modely	21
2.4.2	Ratingové modely	22
2.5	Pyramidový rozklad finančních ukazatelů	25
2.5.1	Analýza odchylek.....	26
2.5.2	Pyramidový rozklad ROE	29
2.5.3	Pyramidový rozklad EVA	30
3	Finanční analýza farmaceutického podniku	31
3.1	Představení společnosti.....	31
3.2	Horizontální a vertikální analýza.....	31
3.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	33
3.4	Pyramidový rozklad ROE.....	41
4	Zhodnocení finanční výkonnosti.....	49
4.1	Zhodnocení podniku prostřednictvím indexů.....	49
4.2	Analýza ekonomické přidané hodnoty	50
4.2.1	Náklady na kapitál.....	50
4.2.2	Pyramidový rozklad EVA	51
4.3	Srovnání podniku s odvětvím	54
5	Závěr.....	58

Seznam použité literatury	60
---------------------------------	----

Seznam zkratek

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

1 Úvod

Sektor podnikání zaznamenal v souvislosti se vstupem České republiky do EU mnoho změn. Proto je nezbytné, aby se každý podnik dokázal přizpůsobit podmínkám, které EU v oblasti podnikání klade. Stejně tak se ale podniky musí neustále přizpůsobovat rostoucí konkurenci, hledat možnosti dalšího rozvoje a odstraňovat případné nedostatky.

Řízení každého podniku spočívá v rozhodování, a to především v rozhodování za podmínek nejistoty. Toto rozhodování je spojeno s kvalitou získávaných informací ohledně výsledku hospodaření, financování majetku a hospodaření s peněžními prostředky. O každé z těchto oblastí podnik zpracovává výkazy, které slouží jak jejich interním, tak externím uživatelům. Ti mají však také zájem na tom, aby bylo z hospodaření podniku zřejmé, jaká je jeho finanční situace a jaké jsou nutné kroky k jeho ekonomické stabilitě. K tomu se využívá jak finanční analýza, tak bonitní a bankrotní indikátory, které analyzují účetní výkazy a následně zobrazují finanční výkonnost podniku.

Důležitým faktorem ovlivňujícím finanční zdraví firmy je hospodaření s majetkem a kapitálem. Podnik by se měl proto zabývat zejména otázkou financování majetku. Pokud podnik nevěnuje této oblasti dostatečnou pozornost, dostane se většinou do platební neschopnosti z důvodu špatně zvoleného zdroje financování svého majetku. V konečné fázi to může přivést podnik k zániku. Proto důsledná a především pravidelná kontrola stavu majetku a kapitálu podniku a zároveň včasné přijetí nápravných opatření k obnovení strukturální rovnováhy může předejít mnohdy velmi závažným problémům fungování podniku.

Cílem diplomové práce je analýza finanční výkonnosti farmaceutického podniku.

Diplomová práce bude rozdělena do pěti částí, včetně úvodu a závěru. Druhá teoretická část se bude zabývat charakteristikou finanční výkonnosti prostřednictvím účetních, tržních a ekonomických ukazatelů, kde bude největší část věnována metodě EVA, dále budou uvedeny jednotlivé metody pyramidového rozkladu, způsoby výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů a také budou objasněny predikční modely hodnocení finanční situace.

Třetí část diplomové práce bude věnována stručné charakteristice podniku, horizontální a vertikální analýze výkazů společnosti, bude provedena analýza poměrových ukazatelů. V závěru této kapitoly bude vypracován pyramidový rozklad rentability vlastního kapitálu.

V předposlední kapitole bude zhodnocena finanční výkonnost podniku, jenž bude provedena analýzou souhrnných modelů. Mezi souhrnné modely bude patřit zjištění

výkonnosti pomocí Altmanova indexu a indexů IN95, IN99 a posledním v řadě index IN01. Finanční výkonnost bude analyzována prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty, kde bude následně proveden pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty. V závěru kapitoly pak bude srovnání výkonnosti analyzovaného podniku s odvětvím. Na základě těchto analýz bude zjištěno, jakou hodnotu a postavení má hodnocená farmaceutická společnost.

2 Popis metodologie finanční výkonnosti

V části této kapitoly budou popsány přístupy k měření výkonnosti, finanční analýza, která v sobě zahrnuje horizontální a vertikální analýzu a poměrové ukazatele. Objasněna bude ekonomická přidaná hodnota, náklady kapitálu. Popis souhrnných charakteristik zahrnující bankrotní a bonitní modely. Charakteristika se bude zabývat pyramidovými rozklady ROE a EVA.

2.1 Přístupy k měření výkonnosti

Podnikovou sféru a její chování v současné době ovlivňují globalizační trendy, zesílení konkurence, slučování firem, akvizice a otevírání nových trhů. Proto se do popředí podniků dostává dlouhodobá orientace na výkonnost. Především v oblasti hodnocení úspěšnosti podniků se stávají zásadními pojetími výkonnost podniku, měření výkonnosti a řízení hodnoty firmy. V přístupech k měření výkonnosti firmy se odráží technicko-ekonomický typ ekonomiky, informační možnosti, tak stupeň poznání při řízení ekonomických systémů. Postupem posledních let došlo k odklonu hodnocení efektivnosti podnikových aktivit od tradičních ukazatelů výkonnosti směrem k preferování tržní hodnoty podniku. Prostřednictvím růstu informační efektivnosti kapitálového trhu došlo ke zvýšení efektivní alokaci kapitálu. Finanční řízení se zakládá na modifikovaných finančních ukazatelích, pomocí nichž dochází ke zvýšení hodnoty pro akcionáře a rovněž celkové hodnoty firmy, viz Dluhošová (2008).

Koncepci Shareholder Value lze chápat dvěma způsoby:

1. měřítko výkonu (finanční veličinu),
2. podnikový cíl.

Z hlediska *měřítka výkonu* se jedná o maximalizaci bohatství akcionářů, jelikož akcionáři podniku vlastní jeho aktiva a očekávají dlouhodobý výnos své investice. Požadují, aby zisk podniku byl vyšší než výnos, který by při stejném riziku mohli získat jinde. Pokud tomu tak není, jedná se o nedostatečné zhodnocení vloženého kapitálu a v budoucnu může být ohrožena existence firmy.

Z pohledu *podnikového cíle* jsou podniky sledovány jako nástroje pro splnění zájmů akcionářů. Představuje maximalizaci užitku akcionářů prostřednictvím maximalizace majetku akcionářů. Koncept Shareholder Value představuje uspokojení požadavků zákazníků nebo zájmů zaměstnanců jako prostředek pro dosažení vyššího cíle, nikoliv jako cíl sám o sobě.

Přístupy k měření výkonnosti jsou neustále ve vývoji. Ukazatele lze podle síly vlivu působení finančních trhů a míry přechodu od účetních k tržním hodnotovým kategoriím rozdělit na 3 skupiny ukazatelů:

- a) účetní,
- b) ekonomické,
- c) tržní.

Ekonomické ukazatele vznikly v důsledku poznatku, že vývoj rentability vždy plně nemusí korelovat s tvorbou hodnoty pro vlastníky. K určení hodnoty musí být výnosy porovnány s náklady na kapitál. Pokud jsou použity náklady na kapitál WACC, je možno odhadnout, zda byla hodnota vytvořena nebo zničena. Ekonomické ukazatele zohledňují veškeré náklady na investovaný kapitál, ve výpočtu se promítají faktor rizika a časový horizont. Nejdůležitějšími kritérii jsou čistá současná hodnota (Net Present Value, NPV), ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added, EVA) jako ukazatel na bázi ekonomického zisku, ukazatel CF z investic (Cash flow Return on Investment, CFROI).

Mezi **účetní ukazatele** patří např. čistý zisk **EAT**, provozní zisk **EBIT**, zisk před úhradou úroků, daní a odpisů **EBITDA**, zisk na akcii **EPS**, nebo poměrové ukazatele, jako jsou rentabilita aktiv **ROA**, rentabilita dlouhodobého kapitálu **ROCE**, rentabilita vlastního kapitálu **ROE**. Problémem u těchto ukazatelů je fakt, že jsou podloženy na účetní definici zisku, která jen zřídka vyjadřuje schopnost podniku generovat hotovostní toky.

Tržní ukazatele jsou velice citlivé na vývoj akciového trhu, hodnocena je především výkonnost podniku z pohledu trhu. K důležitým tržním ukazatelům patří ukazatel tržní přidaná hodnota MVA a ukazatel tržní výnos akciového kapitálu TSR.

2.2 Finanční analýza

Finanční analýza je oblastí, která představuje významnou součást finančního řízení podniku jako celku. Pro hodnocení finanční situace a výkonnosti podniku se aplikuje celá řada poměrových ukazatelů, jejich smyslem je posoudit a zhodnotit finanční situaci podniku a stanovit doporučení pro jeho další vývoj.

Finanční analýza se dělí na tři na sebe navazující fáze: rozbor základních charakteristik finanční situace, hlubší rozbor příčin zjištěného stavu, identifikace hlavních činitelů nežádoucího vývoje a přijetí opatření.

Existují čtyři základní charakteristiky, kterými se analýzy řídí:

- a) vstupní data,
- b) metody analýzy,
- c) provedení analýzy,
- d) interpretace výsledků analýzy.

Hlavním zdrojem informací o podniku jsou finanční údaje, které odrážejí úroveň podniku a jeho konkurenceschopnost. Tyto informace jsou zájmem mnoha subjektů, které vyplývají z komplexnosti vztahů podniku. Rozdělují se podle zdroje finančních prostředků na vlastníky (investoři), věřitele (banky) a obchodní věřitele (dodavatelé), dále podle pravomocí v řízení podniku na vlastníky, management podniku, vnitropodnikové hospodářské jednotky a dle typu podílu na výstupech podniku na zaměstnance, obchodní dodavatele, banky, investoři, stát, management.

Základními zdroji pro finanční analýzu jsou výkazy finančního účetnictví, výkazy vnitropodnikového účetnictví, dále také finanční informace, kvantifikovatelné nefinanční informace a nekvantifikovatelné informace.

Výkazy finančního účetnictví se označují jako výkazy externí, protože poskytují informace především externím uživatelům. Dávají přehled o stavu majetku a zdrojích jeho krytí (rozvaha), o vytváření a užití výsledku hospodaření (výkaz zisku a ztráty) a také o pohybu peněžních prostředků (výkaz *Cash Flow*).

Výkazy vnitropodnikového účetnictví si každý podnik vytváří sám podle svých potřeb a nemají žádnou jednotnou metodickou úpravu, jedná se o interní zdroje a nejsou veřejně dostupné. Zahrnují se zde především výkazy zobrazující vynakládání podnikových nákladů v nejrůznějších členění, například druhové a kalkulační, výkazy o spotřebě nákladů na jednotlivé výkony, ve střediscích atd.

Finanční informace obsahují účetní výkazy a výroční zprávy, vnitropodnikové informace, prognózy finančních analytiků a vedení firmy, burzovní informace, zprávy o vývoji měnových relací a úrokových měr.

Kvantifikovatelné nefinanční informace zahrnují firemní statistiky produkce, odbytu, zaměstnanosti, prospekty, normy spotřeby, interní směrnice.

Nefinanční informace zastupují zprávy vedoucích pracovníků jednotlivých útvarů firmy, komentáře manažerů, odborného tisku, nezávislá hodnocení, prognózy.

2.2.1 Horizontální a vertikální analýza

Použití metod ve finančních analýzách je možné členit různě. V této podkapitole bude rozebrána metoda deterministická, která se dělí na analýzu trendů, analýzu struktury, poměrovou analýzu a analýzu soustav ukazatelů.

Deterministické metody mají použití zejména pro analýzu vývoje a odchylek pro menší počet období. Jsou standardními prostředky pro běžné finanční analýzy v podniku.

Základnou finanční analýzy je užití poměrových ukazatelů, kde určitou doplňkovou úlohu hrají absolutní a rozdílové ukazatele. Velikost absolutních ukazatelů do značné míry závisí na velikosti firmy a dalších faktorech a není možné je využít k mezipodnikovému srovnání. Výhodné je srovnání vývoje vybraných ukazatelů v čase, při jejich růstu a poklesu v navazujících obdobích (letech, čtvrtletích, měsících).

Analýza trendů slouží k posouzení časových změn ukazatelů. Z časových řad lze zkoumat průběh změn a zjišťovat dlouhodobé trendy hlavních finančních položek, její součástí je horizontální analýza, která se používá k rozboru řetězových a bazických indexů absolutních ukazatelů. Interpretace musí být prováděna obezřetně a celkově, do úvahy se musí brát absolutní a relativní změny.

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.1)$$

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde U_t označuje hodnotu ukazatele, t je běžný rok, $t - 1$ je předchozí rok.

Při hodnocení vývoje situace je důležité brát v úvahu změny v daňové soustavě, změny podmínek na kapitálovém trhu, změny cen vstupů, mezinárodní vlivy.

Analýza struktury (vertikální analýza, procentní rozbor komponent) slouží k hodnocení významu dílčích složek a jejich složení vybraného souhrnného absolutního ukazatele. Obecný vzorec vypadá takto,

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde U_i je hodnota dílčího ukazatele, $\sum U_i$ je velikost absolutního ukazatele.

Poměrová analýza systematicky analyzuje soustavy vybraných poměrových ukazatelů, které lze zkonstruovat pouze z údajů VZZ, pouze z údajů rozvahy, kombinací údajů z VZZ a z rozvahy nebo kombinací z účetních a tržních dat.

U *pyramidové soustavy* existuje určitý základní, syntetický ukazatel, který je postupně dekomponován do dílčích vysvětlujících ukazatelů tak, že celá soustava ukazatelů má tvar

pyramidy. Jsou vybírány ukazatele, které mají pro danou položku rozhodující vypovídací schopnost a zároveň lze tuto závislost vyjádřit jako matematickou rovnici.

Pro účely finanční analýzy se používá se pět základních skupin poměrových ukazatelů, patří zde ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele likvidity, ukazatele aktivity a ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu.

2.2.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita podniku je charakterizována strukturou zdrojů financování, hodnotí se na základě analýzy vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí. Ukazatele, které řadíme do skupiny těchto ukazatelů stability a zadluženosti, jsou uvedeny níže.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech (Equity Ratio)

Zvyšování tohoto ukazatele představuje upevňování finanční stability, ale neúměrně vysoký ukazatel může vést k poklesu výnosnosti vložených prostředků.

$$\text{Podíl VK na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}} \quad (2.4)$$

V odborné literatuře lze také nalézt *ukazatel krytí stálých aktiv*. Tento ukazatel je stanoven jako poměr vlastního kapitálu a dlouhodobého cizího kapitálu ke stálým aktivům. Stálá aktiva firmy by měla být kryta dlouhodobými zdroji. Čím jsou oba ukazatele vyšší, tím je lepší i stabilita firmy.

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{\text{stálá aktiva}} \quad (2.5)$$

Ukazatele doplňuje škála dalších ukazatelů hodnotící strukturu aktiv firmy, jako příklad lze uvést následující tři ukazatele:

$$\text{Podíl stálých aktiv} = \frac{\text{stálá aktiva}}{\text{aktiva}} \quad (2.6)$$

$$\text{Podíl oběžných aktiv} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{aktiva}} \quad (2.7)$$

$$\text{Podíl zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{aktiva}} \quad (2.8)$$

Mezi stálými a oběžnými aktivy existuje vztah, který je různý podle odvětví a podle stupně automatizace a mechanizace. Čím jsou, stála aktiva vyšší, tím jsou větší i fixní náklady a to vlivem odpisů, nákladů na opravy a údržby, to nutí podnik k vysokému využití výrobní kapacity a růstu produkce tak, aby se tyto fixní náklady rozdělily na co největší počet

výrobků. Pokud je podíl stálých aktiv nižší, tudíž čím vyšší je podíl oběžných aktiv, tím je ekonomicky snazší přizpůsobení firmy měnícím se podmínkám trhu.

Dalším ukazatelem je *finanční páka* neboli *majetkový koeficient*. Důležitým cílem je dosažení optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů financování. Krytí potřeb vlastními zdroji by mělo vést k finančnímu zatěžování podniku a k nedostatečné pružné reakci na finanční potřeby podniku. Růst finančně stabilního podniku může přispívat k celkové rentabilitě a tím i k tržní hodnotě firmě.

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.9)$$

Ukazatel celkové zadluženosti

Čím je hodnota tohoto ukazatele vyšší, tím větší je riziko věřitelů. Zadluženost ovlivňuje nejen věřitelské riziko, ale také výnosnost podniku. Zadluženost sama o sobě není negativní charakteristikou podniku, jelikož není nutné, aby podnik využíval k financování své činnosti pouze vlastní kapitál.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{aktiva}} \quad (2.10)$$

Je vhodné sledovat také *běžnou* a *dlouhodobou zadluženost*.

$$\text{Běžná zadluženost} = \frac{\text{krátkodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.11)$$

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.12)$$

Stejnou oblast hodnotí následující *ukazatel zadluženosti vlastních zdrojů*.

$$\text{Ukazatel zadluženosti VK} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.13)$$

Akceptovatelná zadluženost vlastního kapitálu závisí na fázi vývoje firmy a postavení vlastníků k riziku. U stabilních společností by se měla pohybovat přibližně v pásmu od 80 % do 120 %.

Úrokové krytí a *úrokové zatížení* jsou dalšími používanými ukazateli. Ukazatel úrokového krytí udává, kolikrát je zajištěno placení úroku. Finanční situace je tím lepší, čím vyšší je úrokové krytí.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}} \quad (2.14)$$

EBIT je označení pro zisk před úroky a daněmi a dělí se o něj věřitelé a vlastníci. Na základě získaných hodnot tohoto ukazatele je možné usoudit efektivní vývoj hospodaření

podniku. Pokud je hodnota rovna 100 % znamená to, že podnik vydělává pouze na úroky, tudíž vytvořený zisk je nulový. Jestliže je ukazatel nižší než 100 % znamená to, že podnik si nevydělává ani na úroky.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{\text{EBIT}} \quad (2.15)$$

Úrokové zatížení je převrácenou hodnotou úrokového krytí a vyjadřuje část celkového vytvořeného efektu odčerpání úroků. Závisí na rentabilitě činnosti podniku, na podílu zdrojů na financování činnosti, které podnik získal vydáním dluhopisů, z bankovních úvěrů, na úrokové sazbě apod. Použití tohoto ukazatele je vhodné v souvislosti s vývojem rentability a výnosnosti. Rozhodující je výnosnost vložených prostředků a úrokové míry.

K ukazatelům zadluženosti se ještě řadí *ukazatele úvěrové zadluženosti* a *ukazatel doby návratnosti úvěru*.

$$\text{Úvěrová zadluženost} = \frac{\text{úvěry}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.16)$$

$$\text{Doba návratnosti úvěru} = \frac{\text{úvěry}}{\text{EAT+odpisy}} \quad (2.17)$$

V případě, kdy firma více využívá bankovní úvěry, používá ukazatel úvěrové zadluženosti. Ukazatel doby návratnosti udává počet let, které jsou nutné ke splácení úvěru z provozního Cash Flow (EAT + odpisy). Tento ukazatel používají komerční banky při rozhodování o poskytování úvěrů.

2.2.3 Ukazatele rentability

Rentabilita vyjadřuje poměr zisku a vloženého kapitálu. Vložený kapitál se většinou používá ve třech různých formách. Podle toho jaký typ kapitálu je použit, se rozlišují ukazatele rentability aktiv, rentability vlastního kapitálu a rentability dlouhodobě investovaného kapitálu. Ukazatele rentability se v praxi liší podle toho, zda se pro výpočet použije zisk před úhradou úroků a daní EBIT, zisk před zdaněním EBT, zisk po zdanění EAT. V případech, kde má podnik na strukturu svých vlastních zdrojů zanedbatelný vliv, výsledek z běžných transakcí lépe vyjadřuje zisk očištěný o úroky, protože není ovlivněn tím, z jakých zdrojů je aktivita podniku financována.

EBIT neboli zisk před úroky a daněmi se používá pro výpočet některých ukazatelů rentability, jelikož vývoj ukazatele EBIT není ovlivněn změnami daňových a úrokových sazeb ani změnou struktury finančních zdrojů.

Ukazatel rentability aktiv (Return on Assets, ROA) bývá považován za hlavní měřítko rentability, neboť poměruje zisk s celkovými investovanými aktivy bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financována.

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \quad (2.18)$$

Ukazatel ROA lze také vypočíst následujícím vzorcem:

$$ROA = \frac{EAT + úroky (1 - t)}{aktiva} \quad (2.19)$$

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (Return on Capital Employed, ROCE) vystihuje efekt z dlouhodobých investic. Hodnotí se význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu, který se spojuje s dlouhodobými zdroji. Investovaný kapitál se vztahuje pouze ke zpoplatněnému kapitálu. Tento ukazatel je často využíván k mezipodnikovému srovnání.

$$ROCE = \frac{EBIT}{vlastní kapitál + dlouhodobé dluhy} \quad (2.20)$$

Poměrový ukazatel **rentabilita vlastního kapitálu** (Return on Equity, ROE) zachycuje výnosnost vlastních zdrojů, tudíž i jejich zhodnocení v zisku. Úroveň této rentability je závislá na rentabilitě celkového kapitálu a úrokové míře cizího kapitálu. Pokud poklesne ukazatel rentability z důvodu zvýšení podílu vlastního kapitálu na celkových zdrojích z důvodu kumulace nerozděleného zisku z předchozích účetních období, upozorňuje na chybnou investiční politiku společnosti, která nevyužívá vytvořené prostředky.

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní kapitál} \quad (2.21)$$

V praxi se využívají i další varianty ukazatelů rentability. Například stupeň ziskovosti, tj. množství zisku v Kč na 1 Kč tržeb, udává jej **ukazatel rentability tržeb** (Return on Sales, ROS). Ukazatel je vhodný pro srovnání v čase a mezipodnikové porovnání.

$$ROS = \frac{EAT}{tržby} \quad (2.22)$$

Poměrně často využívaným ukazatelem je **ukazatel rentability nákladů**, udává kolik Kč čistého zisku podnik získá vynaložením 1 Kč celkových nákladů.

$$Rentabilita nákladů = \frac{EAT}{celkové náklady} \quad (2.23)$$

Čím vyšší je tento ukazatel, tím lépe jsou vložené náklady do hospodářského procesu zhodnoceny a tím je vyšší procento zisku. Vhodné je posuzovat úroveň ukazatele v jednotlivých letech a sledovat jeho vývoj.

2.2.4 Ukazatele likvidity

Likvidita obecně znamená schopnost podniku hradit své závazky, získat dostatek platebních prostředků. Likvidita je závislá na rychlosti inkasování pohledávek podniku, zda má prodejné výrobky, jestli je v případě potřeby schopen prodat své zásoby apod.

Pro hodnocení platební schopnosti podniku lze použít **ukazatele celkové likvidity**. Tento ukazatel poměruje objem peněžních aktiv jako potencionální objem peněžních prostředků s objemem závazků splatných v blízké budoucnosti. Ideální je, když se výše ukazatele pohybuje v rozmezí od 1,5 do 2,5. Z hlediska úspěchu je důležité, aby podnik kryl krátkodobé dluhy v době jejich splatnosti z majetku, který je pro jejich účely určen. V opačném případě by došlo k ohrožení budoucího vývoje firmy.

$$\text{Ukazatel celkové likvidity} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.24)$$

Pohotová likvidita je dalším ukazatelem likvidity, která snižuje nedostatky ukazatele celkové likvidity. Tento ukazatel bere v úvahu z oběžných aktiv pouze pohotové prostředky, to znamená pokladní pohotovost, peníze na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry, pohledávky po korekci opravnou položkou k pohledávkám. Vhodné je ošetřit ukazatel o nedobytné pohledávky. Hodnota, kolem které by se měl ukazatel pohybovat je v rozmezí od 1,0 do 1,5. Jeho výše závisí na typu činnosti podniku, odvětví, v němž je zařazen, na strategii podniku v oblasti finančního hospodaření apod.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.25)$$

Významným ukazatelem z krátkodobého hlediska je **okamžitá likvidita** (pokladní likvidita). Základní částí jsou peníze na účtech, peníze v hotovosti a šeky. Lze k nim také zařadit různé formy rychle mobilizovatelných finančních rezerv, kterými podnik disponuje, například ve formě směnečných pohledávek, některých druhů cenných papírů apod. Ukazatel je poměrně nestabilní a slouží převážně k dokreslení úrovně likvidity podniku.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.26)$$

Výše uvedené ukazatele likvidity jsou statickými ukazateli, které jsou konstruovány na základě stavových veličin z rozvahy k určitému datu. Je nutné sledovat jejich vývoj v čase a sledovat zejména vývoj struktury oběžných aktiv v čase. Ukazatele likvidity se dělí na výše uvedené poměrové ukazatele likvidity a pak na rozdílové ukazatele likvidity.

Rozdílové ukazatele slouží k analýze a řízení finanční situaci podniku a označují se jako fondy finančních prostředků. Nejčastěji používanými jsou čisté pohotové prostředky, které představují rozdíl mezi pohotovými peněžními prostředky a ihned splatnými závazky. Pokud obsahují peněžní prostředky pouze hotovost a peněžní prostředky na běžných účtech, jedná se o nejvyšší stupeň likvidity. V některých případech se mezi pohotové peněžní prostředky zahrnují i jejich ekvivalenty (šeky, směnky, krátkodobé cenné papíry), protože v podmínkách dokonalého kapitálového trhu jsou rychle přeměnitelné na peníze.

Mezi rozdílové ukazatele se řadí **čistý pracovní kapitál** (ČPK), který představuje část oběžného majetku, jenž se během roku přemění na pohotové peněžní prostředky, a po splácení krátkodobých závazků mohou být použita k uskutečnění podnikových záměrů. Jedná se o část oběžného majetku, které je finančně kryto dlouhodobými zdroji.

$$\text{ČPK} = \text{Oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad (2.27)$$

nebo

$$\text{ČPK} = \text{Dlouhodobé zdroje} - \text{fixní aktiva} \quad (2.28)$$

Výše ČPK je stanovena skladbou bilance podniku. Pokud má mít podnik zajištěnou likviditu, potom krátkodobá aktiva musejí být vyšší než krátkodobé závazky. Opačně, dlouhodobé zdroje mají převyšovat dlouhodobá (fixní) aktiva. Jestliže se krátkodobý oběžný majetek financuje dlouhodobým kapitálem, jedná se o překapitalizování podniku. Pokud se krátkodobý cizí kapitál podílí na krytí dlouhodobého (fixního) majetku, hovoří se o podkapitalizování podniku. Tento jev je značně nebezpečnější. Výše a růst ČPK charakterizují finanční a investiční činnost podniku a celkovou úspěšnost jeho řízení.

Ukazatel překapitalizování vyjadřuje míru krytí dlouhodobého hmotného majetku vlastním kapitálem. Vlastní kapitál by měl být financován dlouhodobým majetkem, typický pro dané odvětví. Charakterizuje předpoklady pro stabilitu finanční struktury.

$$\text{Ukazatel překapitalizování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{DHM}} \quad (2.29)$$

2.2.5 Ukazatele aktivity

Jsou souhrnně nazývány ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv, a to jak krátkodobých, tak dlouhodobých. V podstatě se jedná o ukazatele typu doby obratu nebo obratovosti, které jsou využívány pro řízení aktiv.

Ukazatel obratu celkových aktiv (obrátko) měří obrat neboli intenzitu využití celkového majetku. Je využíván zejména pro mezipodnikové srovnání. Čím vyšší je ukazatel, tím efektivněji podnik využívá aktiva.

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.30)$$

Obrácenou hodnotu ukazatele obratu celkových aktiv vyjadřuje *doba obratu*. Tento ukazatel říká, za jak dlouho se daná položka přemění na peníze a vychází ve dnech. Lze jej sledovat pomocí činitelů, jako jsou aktiva, zásoby, pohledávky nebo závazky.

Doba obratu aktiv vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv v poměru k tržbám. Jako pozitivní se jeví co nejkratší doba obratu, protože hodnota je určena obratem fixního a pracovního kapitálu, tudíž čím vyšší je podíl fixních aktiv, tím vyšší je hodnota ukazatele. Ovlivněn je také dynamikou tržeb.

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (2.31)$$

Doba obratu zásob vypovídá o úrovni běžného provozního řízení. Ukazatel je citlivý na změnu v dynamice výkonů a je široce využíván. Někdy se místo tržeb používají průměrné denní náklady, protože výše zisku je vzhledem k rychlosti obratu zásob nepodstatný.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (2.32)$$

Doba obratu pohledávek charakterizuje strategii řízení pohledávek a udává, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury. Jestliže ukazatel neustále překračuje doby splatnosti, je nutné prozkoumat platební kázeň odběratelů.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (2.33)$$

Ukazatel doby obratu pohledávek je důležitý z hlediska plánování peněžních toků.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (2.34)$$

Doba obratu závazků vyjadřuje počet dní, na které dodavatelé poskytnou obchodní úvěr. Vystihuje platební disciplínu podniku vůči dodavatelům

2.3 EVA jako měřítko výkonnosti

Ukazatel EVA bere neustále více firem ve vyspělých ekonomikách jako základ pro podnikové plánování a sledování výkonnosti firmy. Ukazatel EVA bere v úvahu nejen náklady na cizí kapitál, ale také cenu vlastního kapitálu. Je měřítkem výkonnosti firmy, které vzniklo s cílem motivovat manažery k orientaci na růst hodnoty pro akcionáře.

2.3.1 Ekonomická přidaná hodnota EVA

EVA vychází z nutnosti, že podnik musí vyprodukovat minimálně tolik, kolik činí náklady kapitálu z investovaných prostředků. Náklady kapitálu a požadovaná míra výnosnosti se týkají vlastního kapitálu i dluhu. Prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty měří akcionáři zisk podniku až po úhradě alternativních nákladů na kapitál.

EVA vyjadřuje rozdíl zisku a nákladů na kapitál, které představují minimální míru výnosnosti kapitálu, jedná se tedy o nadzisk firmy. Konkrétní propočet ukazatele EVA je určován dostupností dat a způsobem stanovení nákladů kapitálu. Rozlišují se dva způsoby výpočtu EVA:

1. na bázi provozního zisku,
2. na bázi hodnotového rozpětí.

Na bázi provozního zisku je EVA označována jako EVA-Entity. Základními prvky pro výpočet je čistý provozní zisk po zdanění NOPAT, hodnota celkového firemního kapitálu C a náklady na celkový kapitál WACC. Pokud NOPAT převýší požadavky na kapitál, dosahuje ukazatel EVA pozitivní hodnoty. Negativní hodnota ukazatele je představována poklesem bohatství akcionářů, jelikož firma není schopna dosahovat minimálního výnosu požadovaných subjektů, kteří poskytují kapitál pro její financování.

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.35)$$

Ukazatele EVA ovlivňují tři významné oblasti, mající vliv na vstupující komponenty pro výpočet. Jedná se o operativní, investiční a finanční rozhodnutí.

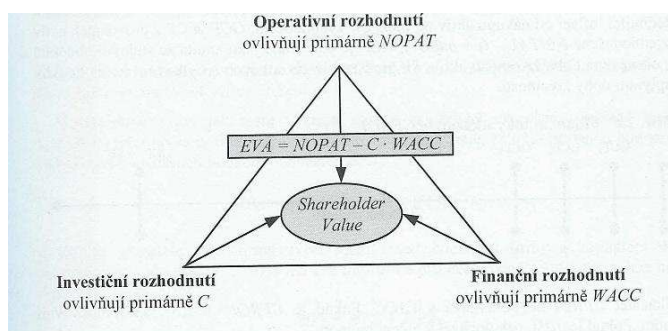
Operativní rozhodnutí se týkají podnikových výkonů a mají vliv na výsledný efekt NOPAT. U investičního se jedná o otázku použitého kapitálu C. Tato rozhodnutí určují rozsah a strukturu majetku, a tím stranu aktiv bilance. Kapitálovou strukturu podniku ovlivňují rozhodnutí v oblasti financování.

Hodnotové rozpětí (Value Spread) představuje tzv. ekonomickou rentabilitu, kterou je možné vyčíslit jako rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál.

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.36)$$

ROC zde představuje výnosnost investovaného kapitálu. Výše uvedený vztah ukazuje, že EVA je především závislá na rozdílu $ROC - WACC$, tedy na reziduálním výnosu kapitálu. Na Obr. 1.1 je uveden rozklad ukazatele EVA a na Obr. 1.2 jsou znázorněny základní komponenty EVA a Shareholder Value.

Obr. 2.1 Základní komponenty EVA a Shareholder Value



Zdroj: DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, 2008, str. 19.

EVA bývá někdy označována jako EVA-Equity, a to na bázi zúženého hodnotového rozpětí,

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.37)$$

kde ROE vyjadřuje výnosnost vlastního kapitálu, R_E představují náklady vlastního kapitálu, E je vlastní kapitál. V daném případě se vychází pouze z výnosu vlastního kapitálu. Pro vlastníka je nezbytné, aby rozdíl ROE a R_E byl co největší, minimálně by měl být kladný. Jedině v tomto případě mu investice do firmy přinášejí více, než by mu vynesla alternativní investice.

2.3.2 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu lze brát jako cenu za kapitál získaný pro další rozvoj činnosti. Z hlediska investora jde o požadavek na výnosnost. Tyto náklady výrazně ovlivňuje kapitálová struktura, tedy míra zadluženosti podniku. U zadluženosti podniku je nutné sledovat náklady na vlastní kapitál, náklady na cizí kapitál a náklady na celkový kapitál.

Náklady na cizí kapitál lze charakterizovat jako úroky nebo kupónové platby, které je nutné platit věřitelům. Základní úroková míra je dána situací na finančním trhu, viz. Dluhošová (2008).

Náklady kapitálu, které firma získá prostřednictvím dluhu R_D se znázorňují v podobě úroku sníženého o úspory z daní, tedy daňový štít, jenž plyne z použití cizího kapitálu,

$$R_D = i(1 - t) \quad (2.38)$$

Náklady na vlastní kapitál jsou pro podnik mnohem vyšší než náklady na cizí kapitál. Důvod spočívá v tom, že riziko vlastníka, který vkládá prostředky do podniku je vyšší než riziko u věřitele, jelikož věřitel má zaručen pravidelný výnos bez ohledu na to, zda podnik je nebo není ziskový. Prostředky vkládá na přesně danou dobu, za kterou se mu vrátí. Kdežto vlastník vkládá prostředky na dobu neomezenou a jeho výnos není dopředu garantován.

Pro odhad nákladů na vlastní kapitál se používají základní metody, kterými jsou:

- a) model oceňování kapitálových aktiv (CAPM),
- b) arbitrážní model oceňování (APM),
- c) dividendový růstový model,
- d) stavebnicové modely.

CAPM model prezentuje tržní přístup ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. Jedná se o rovnovážný model, kde rovnováha je dána mezním sklonem výnosu a rizika, jenž je pro všechny investory stejný. Zakládá se na funkčním lineárním vztahu mezi výnosem a rizikem daného aktiva a rizikovým faktorem, které vyjadřuje riziko celého trhu.

APM model představuje alternativní model oceňování aktiv. Opět se jedná o tržní přístup stanovení nákladů na vlastní kapitál, ale u tohoto modelu se bere v úvahu více rizikových faktorů, které jsou jednak makroekonomického rázu, tak i mikroekonomického.

Dividendový model se používá při oceňování akcií. Tržní cena akcie je dána současnou hodnotou budoucích dividend z akcie v jednotlivých letech. V případě nekonečně dlouhé držbě akcií a konstantní hodnoty dividendy je možné určit tržní cenu akcie jako perpetuitu.

Stavebnicové modely se používají pro určení nákladů kapitálu v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a také krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. Stavebnicový model využívá ministerstvo průmyslu a obchodu, s náklady vlastního kapitálu prostřednictvím metodiky MPO ČR bude počítáno v diplomové práci. Nejdříve je nutné vypočítat náklady celkového kapitálu nezadlužené společnosti $WACC_U$ následovně,

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} \quad (2.39)$$

kde R_F představuje bezrizikovou úrokovou míru, $R_{podnikatelské}$ rizikovou přírážku za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ riziko vyplývající z finanční stability a R_{LA} přírážku za velikost podniku.

Z tohoto výpočtu dále vyplývá odvození celkových nákladů zadlužené společnosti takto,

$$WACC = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.40)$$

a náklady vlastního kapitálu následovně,

$$r_e = \frac{WACC \cdot \frac{UZ}{A} - (1-d) \cdot \frac{U}{BU+O} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.41)$$

kde	r_e	= alternativní náklad na vlastní kapitál,
	WACC	= vážený náklad na kapitál,
	UZ	= úplatné zdroje (VK + BU + O), tj. kapitál, za který je nutno platit,
	A	= aktiva celkem,
	VK	= vlastní kapitál,
	BU	= bankovní úvěry,
	O	= dluhopisy,
	d	= sazba daně z příjmu právnických osob,
	U	= nákladové úroky,
	$\frac{U}{BU+O}$	= úroková míra.

WACC je stanoven jako by společnost měla úplatné zdroje rovny vlastnímu kapitálu. Předpokládá se nezávislost WACC na kapitálové struktuře. Bezriziková přírážka se určuje z výnosnosti státních poukázek.

Ve skupině ukazatelů charakterizujících velikost podniku se riziková přírážka určí z úplatných zdrojů.

$$UZ > 3 \text{ mld. Kč } r_{LA} = 0,00\% \quad (2.42)$$

$$UZ < 100 \text{ mil. Kč } r_{LA} = 5,00\% \quad (2.43)$$

UZ > 100 mil. Kč ale < 3 mld. Kč použije se propočet,

$$r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2 \quad (2.44)$$

Ve skupině ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly se počítá s EBIT/aktiva a splněním podmínky pro nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem.

$$\frac{EBIT}{A} > XP \Rightarrow r_{\text{podnikatelské}} = 0,00\% \quad (2.45)$$

$$\frac{EBIT}{A} < 0 \Rightarrow r_{\text{podnikatelské}} = 10,00\% \quad (2.46)$$

$$r_{\text{podnikatelské}} = (XP - EBIT / AKTIVA)^2 / (10 \cdot XP^2) \quad (2.47)$$

kde

$$XP = \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O} \quad (2.48)$$

Ve skupině ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy probíhá určení rizikové přírážky pomocí celkové likvidity.

$$\text{celková likvidita} > XL \quad r_{FinStab} = 0,00\% \quad (2.49)$$

$$\text{celková likvidita} < 1 \quad r_{FinStab} = 10,00\% \quad (2.50)$$

celková likvidita firmy > 1 , ale $< XL$ propočte se $r_{FinStab}$ takto,

$$r_{FinStab} = (XL - \text{celková likvidita})^2 / 10 \cdot (XL - 1)^2 \quad (2.51)$$

2.4 Modely hodnocení finanční úrovně

Kromě jednotlivých skupin poměrových ukazatelů se pro hodnocení finanční pozice používají souhrnné modely hodnocení finanční úrovně podniku. Jde o specifické metody ve finančních analýzách, které mají za úkol vyjádřit úroveň finanční situace a výkonnost podniku jedním číslem.

Vznik těchto modelů souvisí se včasným rozpoznáním příčin nestability podniků, které mohou upozorňovat na úpadek (bankrot) podniku. Základem pro tvorbu těchto modelů je hypotéza, že v podniku již několik let před úpadkem dochází k určitým odchylkám a vývoji, které jsou typické pro ohrožené podniky.

Bankovní a ratingové modely vycházejí ze stejného předpokladu existence jevů ve vývoji finanční situace podniku, které jsou identifikovatelné se signály zhoršující se finanční situace v podniku, která může vyústit ve vyhlášení bankrotu podniku.

U bankrotních modelů se hodnotí možnost úpadku, kdežto u ratingových se hodnotí možnost zhoršení finanční úrovně podniku, to je zásadní rozdíl mezi těmito dvěma skupinami finančních predikčních modelů.

Metody používané při tvorbě těchto modelů zahrnují lineární a nelineární regresi, modely diskretní volby, fuzzy modely, neuronové sítě, diskriminační analýzu a expertní

systémy. Nevýhodou finančních predikčních modelů je absence řady nefinančních charakteristik, které dokážou velmi významně ovlivnit finanční pozici podniku.

Všechny predikční modely jsou pouze doplňkové a zcela nemohou nahradit základní finanční analýzu, která je detailněji zaměřena na zkoumání jednotlivých oblastí finančního hospodaření podniků.

2.4.1 Bankrotní modely

V následující kapitole budou uvedeny vybrané bankrotní modely, které se ve finančním řízení a rozhodování používají.

Beaverův model (1967)

W.H. Beaver se pokusil analyzovat poměrové ukazatele, které hrají významnou roli ve finančních problémech firem. Beaver pároval 79 firem, které zbankrotovaly se 79 firmami, které nezbankrotovaly, podle stejného SIC (Standard Industrial Code) a velikosti. Mezi zbankrotované firmy řadil nejen firmy, které skutečně zbankrotovaly, ale také firmy, které vykazovaly znaky bankrotujících firem, a tím se vyhnul vymezení bankrotující firmy. Z provedené analýzy vyvodil závěr, že finanční poměrové ukazatele mají vypovídací sílu již pět let před úpadkem firmy. Beaverův model je uveden v Tab. 2.1.

Tab. 2.1 Parametry Beaverova modelu

Ukazatel	Trend u ohrožených firem
vlastní kapitál/aktiva celkem	klesá
přidaná hodnota/aktiva celkem	klesá
bankovní úvěry/cizí zdroje	roste
cash flow/cizí zdroje	klesá
provozní kapitál/aktiva celkem	klesá

Zdroj: DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, 2008, str. 91.

Altmanovy modely (1968)

Ze souboru 22 poměrových ukazatelů byl odhadnut Z score model. Bylo stanoveno hraniční skóre, u kterého byla minimální klasifikační chyba 2,675. Pokud firma měla nižší skóre, než je tato hodnota, byla zařazena do skupiny bankrotujících firem, jinak byla zařazena do nebankrotujících firem. Přesnost predikce modelu na různých výběrech byla 80 %.

Altmanův vzorec pro společnosti, jejichž akcie jsou obchodované na kapitálovém trhu, má následující podobu:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5, \quad (2.52)$$

kde Z je skóre, X_1 pracovní kapitál/aktiva celkem, X_2 nerozdělený zisk/aktiva celkem, X_3 zisk před úroky a daněmi/aktiva celkem, X_4 tržní cena akcií/dluhy celkem, X_5 tržby celkem/aktiva celkem.

Firmy s minimální pravděpodobností bankrotu mají $Z > 2,99$, podniky s vysokou pravděpodobností bankrotu mají $Z < 1,81$, a firmy v šedé zóně $1,81 < Z < 2,99$.

Pro ostatní společnosti platí daná verze modelu:

$$Z = 0,72 X_1 + 0,85 X_2 + 3,11 X_3 + 0,42 X_4 + 1,00 X_5, \quad (2.53)$$

interpretace symbolů je stejná jako v předchozím vzorci.

Podniky s minimální pravděpodobností bankrotu mají $Z > 2,90$, podniky s vysokou pravděpodobností bankrotu mají $Z < 1,20$ a podniky v šedé zóně $1,20 < Z < 2,90$.

Taflerův model (1977)

Podstata modelu spočívá na ukazatelích, které odrážejí klíčové charakteristiky platební neschopnosti společnosti.

$$Z_T = 0,53 X_1 + 0,13 X_2 + 0,18 X_3 + 0,16 X_4, \quad (2.54)$$

kde $X_1 = \frac{EBIT}{KZ}$, $X_2 = \frac{OA}{závazky\ celkem}$, $X_3 = \frac{KZ}{A}$, $X_4 = \frac{Finanční\ majetek}{Provozní\ náklady - odpisy}$.

Pracuje tak se čtyřmi poměrovými ukazateli, které posuzují společnost v oblasti rentability, stability, krátkodobé zadluženosti a aktivity.

2.4.2 Ratingové modely

V následující části budou objasněny vybrané ratingové modely, které hodnotí zhoršení finanční úrovně podniku.

Tamariho model (1966)

Hodnocení Tamariho modelu vychází ze skutečného rozložení hodnot ukazatelů v hodnotící skupině. Souhrnné hodnocení je založeno na váženém průměru. Může být univerzálním nástrojem pro jakýkoliv obor nebo skupinu podniků. Jsou používány níže uvedené ukazatele. Symbolem R_2 je označen čistý zisk, HK je horní kvantil příslušných ukazatelů v daném oboru, Med je medián hodnot příslušných ukazatelů v daném oboru, DK je dolní kvantil hodnot příslušných ukazatelů v daném oboru. Systém bodového hodnocení je uveden na následujícím Obr. 2.5.

Obr. 2.5 Systém bodového hodnocení Taflerova modelu

R1 vlastní kapitál/cizí zdroje		R3 čistý zisk/vlastní jmění	
0,5 a více	25 bodů	Posl. 5 let kladné R2 a R3 > HK	25 bodů
0,4 až 0,5	20 bodů	Posl. 5 let kladné R2 a R3 > Md	20 bodů
0,3 až 0,4	15 bodů	Posl. 5 let kladné R2	15 bodů
0,2 až 0,3	10 bodů	R3 > HK	10 bodů
0,1 až 0,2	5 bodů	R3 > Md	5 bodů
0,1 a méně	0 bodů	Jinak	0 bodů
R4 pohotová likvidita		R5 výrobní spotřeba/průměrný stav rozpracované výroby	
2 a více	20 bodů	HK a více	10 bodů
1,5 až 2	15 bodů	Md až HK	6 bodů
1,1 až 1,5	10 bodů	DK až Md	3 body
0,5 až 1,1	5 bodů	DK a méně	0 bodů
0,5 a méně	0 bodů	R7 výrobní spotřeba/pracovní kapitál	
R6 tržby/průměrný stav pohledávek		HK a více	10 bodů
HK a více	10 bodů	Md až HK	6 bodů
Md až HK	6 bodů	DK až Md	3 body
DK až Md	3 body	DK a méně	0 bodů
DK a méně	0 bodů		

Zdroj: DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podnik, 2008, str. 93.*

Podniky s malou pravděpodobností bankrotu dosahují více než 60 bodů a podniky s vyšší pravděpodobností bankrotu mají méně než 30 bodů.

Kralickuv Quick-test (1991)

Jsou zde obodovány intervaly hodnot pro jednotlivé ukazatele. Souhrnné hodnocení je určeno pomocí kritéria váženého průměru. Na Obr. 2.6 jsou uvedeny hodnoty, s kterými Kralickuv Quick-test počítá.

Obr. 2.6 Kralickuv Quick-test

R1 vlastní kapitál/aktiva celkem		R2 (dluhy celkem - peněžní prostředky)/provozní CF	
0,3 a více	4 body	3 a méně	4 body
0,2 až 0,3	3 body	3 až 5	3 body
0,1 až 0,2	2 body	5 až 12	2 body
0,0 až 0,1	1 bod	12 až 30	1 bod
0,0 a méně	0 bodů	30 a více	0 bodů
R3 zisk před daněmi a úroky/aktiva		R4 provozní cash flow/provozní výnosy	
0,15 a více	4 body	0,1 a více	4 body
0,12 až 0,15	3 body	0,08 až 0,1	3 body
0,08 až 0,12	2 body	0,05 až 0,08	2 body
0,00 až 0,08	1 bod	0,00 až 0,05	1 bod
0,00 a méně	0 bodů	0,00 a méně	0 bodů

Zdroj: DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku, 2008, str. 93.*

U tohoto testu lze hodnotit jednak finanční stabilitu $FS = \frac{(R1+R2)}{2}$, dále výnosovou situaci $VS = \frac{(R3+R4)}{2}$ a provádět souhrnné hodnocení finanční situace podniku $SH = \frac{(FS+VS)}{2}$. Pokud má kritérium hodnocení více než 3 body, podnik je považován za velmi dobrý. Pokud je hodnota menší než 1 bod, podnik se nachází ve špatné finanční situaci.

Index IN95

IN95 je řazen mezi bankrotní modely. První verze českého indexového modelu byla vytvořena na bázi statistického zpracování účetních výkazů asi 1900 českých podniků v rámci

výzkumu prováděného VŠE Praha pro MPO. Index je tvořen 6 ukazateli s příslušnými váhami pro jednotlivá odvětví.

Byl vytvořen pouze pro české podniky manželi Neumaierovými a dostal název IN 95 podle roku svého vzniku. Index obsahuje standardní poměrové ukazatele z oblasti aktivity, výnosnosti, zadluženosti a likvidity. Model Indexu IN95 s váhami pro ekonomiku ČR má následující tvar:

$$IN95 = 0,22 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,11 \cdot \frac{EBIT}{V} + 8,33 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,52 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,10 \cdot \frac{OA}{KZ+KBU} - 16,80 \cdot \frac{ZPL}{Výnosy} \quad (2.55)$$

Váhy se vypočtou jako podíl významnosti ukazatele ke kriteriální hodnotě ukazatele. Významnost jednotlivých ukazatelů je výsledkem analýzy empiricko – induktivních ukazatelových systémů a je určena podle četnosti výskytu ukazatele. Kriteriální hodnoty jsou stanoveny jako vážený aritmetický průměr za jednotlivá odvětví.

IN95 byl zpracován pro celkový průmysl i pro jednotlivá odvětví. Úspěšnost IN95 je více než 70%. Finanční zdraví podniku je dobré pokud mají $IN95 > 2$, podnik ocitající se ve finanční tísní $IN95 < 1$, podnik v šedé zóně má rozmezí mezi 1 a 2.

Index je zaměřen zejména na schopnost podniku dostát svým závazkům, nepromítají se do něj požadavky vlastníků na tvorbu hodnoty pro vlastníky. Toto hledisko je zohledněno v IN99.

Index IN99

Index se řadí mezi bonitní modely a zdůrazňuje pohled vlastníka. Z tohoto pohledu byly revidovány váhy IN95 platné pro ekonomiku ČR. Základem tohoto indexu je, že existuje korelace mezi tvorbou hodnoty a vybranými kvantitativními proměnnými. Modelová rovnice platná pro ekonomiku ČR má následující tvar:

$$IN = -0,017 \cdot \frac{A}{CZ} + 4,573 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,481 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,015 \cdot \frac{OA}{KZ+KBU} \quad (2.56)$$

Vychází-li hodnota IN vyšší než 2,07, jde o pozitivní signál, že podnik tvoří novou hodnotu pro jeho vlastníky. V případě, že hodnota vychází v rozmezí 0,684 až 2,07, tento výsledek nelze zhodnotit. Pokud se ale hodnota IN nachází pod 0,684, jde o negativní signál, že netvoří hodnotu pro vlastníky, případně ji ničí.

IN 99 je vhodné používat jako indikátor tvorby hodnoty především v případech, kdy nelze pracovat s tržními cenami akcií firmy kvůli jejich nízké vypovídací schopnosti anebo když nelze stanovit náklad vlastního kapitálu k výpočtu EVA. Úspěšnost indexu IN99 je vyšší jak 85%.

Index IN01

V roce 2000 se oba autoři rozhodli zkonstruovat index, který by spojoval vlastnosti obou předchozích indexů. Hodnotil by jak schopnost dostát svým závazkům, tak schopnost tvořit hodnotu pro vlastníka.

Východiskem řešení byly podklady o 1915 podnicích rozdělených do 3 skupin:

583 podniků tvořících hodnotu

503 podniků v bankrotu

829 ostatních podniků

$$IN = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{U} + 3,92 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,09 \cdot \frac{CA}{KZ+KBU} \quad (2.57)$$

Podnik tvořící hodnotu má $IN > 1,77$, podnik, který hodnotu netvoří (ničí) má $IN < 0,75$, podnik v šedé zóně má IN mezihodnotami 1,77 a 0,75.

Index IN01 má z časového hlediska nejmenší omezení a je na velmi dobré úrovni. Nutné je však zdůraznit orientační charakter bonitních a bankrotních modelů, které nejsou schopny nahradit podrobnou finanční analýzu.

2.5 Pyramidový rozklad finančních ukazatelů

K zásadním vrcholovým ukazatelům výkonnosti patří ukazatele rentability, které jsou ovlivňovány zadlužeností podniku, likviditou a aktivitou podniku. Důležité je provádět rozbor vývoje a odchylek syntetických ukazatelů, protože jsou ovlivňovány řadou dalších klíčových faktorů, které souvisí s efektivitou hospodářského procesu podniku. Proto je nutné hledat a vyčíslit činitele, které tyto odchylky způsobují nebo k těmto odchylkám nejvíce přispívají. Poté lze navrhnout a činit opatření ke zlepšení zjištěného stavu.

Základní myšlenka pyramidové soustavy spočívá v postupném rozkladu vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele, který slouží k identifikaci a k vyčíslení vlivu dílčích faktorů na vrcholový ukazatel. Metodika pyramidového rozkladu umožňuje zjistit vzájemné existující vazby a vztahy mezi jednotlivými ukazateli.

U pyramidových rozkladů je důležitá správná konstrukce, jelikož pak je možné hodnotit minulou, současnou i budoucí výkonnost podniku, získají se tak informace o jednotlivých aspektech ovlivňujících vrcholový ukazatel, často tímto ukazatelem bývají ukazatelé výkonnosti podniku. Pro rozbor vzniku odchylek klíčových ukazatelů finanční výkonnosti lze použít dekompozici různých ukazatelů, například ukazatel *EVA*, *ROE*, *ROA*.

2.5.1 Analýza odchylek

V této podkapitole budou popsány rozborů odchylek syntetických ukazatelů, poté budou vymezeny faktory, které se na odchylkách nejvíce podílejí. Na tomto základě jsou posléze činěna opatření. Jedním ze způsobů jak problém řešit, je aplikovat metodu pyramidálního rozkladu. Základní způsob spočívá v postupném rozkladu vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele, umožňuje vymežit vzájemné vazby mezi jednotlivými ukazateli jako úplnou soustavu a identifikovat a kvantifikovat vliv dílčích činitelů na vrcholový ukazatel. Celá pyramida znázorňuje soustavu rovnic, vazby mezi ukazateli jsou zachyceny jako matematické rovnice.

Složitým úkolem soustavy pyramidových ukazatelů je její přesné sestavení a také metody vyčíslení vlivů jednotlivých faktorů. Souvislost mezi vrcholovým ukazatelem x a dílčími ukazateli a_i je možné zachytit pomocí funkce $x = f(a_1, a_2 \dots a_n)$, tato funkce umožňuje měřit míru vlivu dílčích ukazatelů jako příčinných faktorů na změnu zvoleného vrcholového ukazatele.

Odchylku vrcholového ukazatele lze zapsat jako součet odchylek (vlivů) vybraných dílčích ukazatelů takto,

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{a_i} \quad (2.58)$$

kde x označuje analyzovaný ukazatel, Δy_x je přírůstek vlivu analyzovaného ukazatele, a_i je dílčí vysvětlující ukazatel, Δx_{a_i} představuje vliv dílčího ukazatele a_i na analyzovaný ukazatel x .

Odchylku lze analyzovat jak absolutně $\Delta x = x_1 - x_0$, tak relativně $\Delta x = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0}$.

V pyramidových soustavách lze funkci $x = f(a_1, a_2 \dots a_n)$ formulovat s použitím dvou hlavních vazeb:

aditivní vazba, pokud $x = \sum_i a_i = a_1 + a_2 + \dots + a_n$, nebo (2.59)

multiplikativní vazba, pokud $x = \prod_i a_i = a_1 \cdot a_2 \cdot \dots \cdot a_n$, (2.60)

také se vyskytují i exponenciální vazby, $x = a_1^{\prod_i a_i} = a_1^{a_2 \cdot a_3 \cdot a_4 \cdot \dots \cdot a_n}$. (2.61)

Aditivní vazba

Aditivní vazba se určí jako poměr změny ukazatele na celkovou změnu ukazatelů,

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x \quad (2.62)$$

zároveň $\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$, $a_{i,0}$ je hodnota ukazatele i pro výchozí stav nebo čas (index 0) a následný stav nebo čas (index 1).

Multiplikativní vazba

Podle řešení multiplikativních vazeb se rozdělují čtyři základní metody podle Zmeškal (2004):

1. metoda postupných změn,
2. metoda rozkladu se zbytkem,
3. logaritmická metoda rozkladu,
4. funkcionální metoda rozkladu.

U *metody postupných změn* je celková odchylka rozdělena mezi dílčí vlivy. V případě součinu tří dílčích ukazatelů, $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$, jsou vlivy vyčísleny následovně,

$$\begin{aligned}\Delta x_{a1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a2} &= \Delta a_{1,1} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a3} &= \Delta a_{1,1} \cdot a_{2,1} \cdot \Delta a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x},\end{aligned}\tag{2.63}$$

Obecně pro jakoukoliv řadu ukazatelů se použije tento vzorec,

$$\Delta x_{ai} = \prod_{j < i} a_{j,0} \cdot \Delta a_i \cdot \prod_{j > i} a_{j,1} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}.\tag{2.64}$$

Metoda postupných změn je jednoduchá na výpočet a nemá žádný zbytkový rozklad. Ovšem velikost vlivů jednotlivých ukazatelů závisí na pořadí ukazatelů ve výpočtu. Přesto pro její jednoduchost je tato metoda v praxi široce využívána. Základem je nutné zachovávat metodiku a pořadí ukazatelů při různých analýzách, aby bylo možné dosahovat srovnatelnosti analýz.

Metoda rozkladu se zbytkem má výhodu ve výsledcích, které nejsou ovlivněny pořadím ukazatelů a rozklad je pouze jediný a jednoznačný. Zbytkovou složku není možné jednoznačně interpretovat a přiřadit jednotlivým vlivům. Použití metody je pouze při výskytu malého zbytku.

Vlivy se zbytkem jsou vyčísleny tak, že vzniká zbytek R, který je výsledkem kombinace současných změn více ukazatelů. V případě součinu tří dílčích ukazatelů, $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$, za předpokladu, že každému vlivu je přiřazena stejná část zbytku, jsou vlivy kvantifikovány následovně,

$$\begin{aligned}
\Delta x_{a1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\
\Delta x_{a2} &= \Delta a_{1,0} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\
\Delta x_{a3} &= \Delta a_{1,0} \cdot \Delta a_{2,0} \cdot a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3},
\end{aligned} \tag{2.65}$$

Obecně pro libovolný počet dílčích ukazatelů lze vliv daného faktoru vyjádřit,

$$\Delta x_{ai} = \Delta a_i \cdot \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{n} \tag{2.66}$$

$$\text{kde zbytek } R = \Delta y_x - \Delta a_i \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \tag{2.67}$$

U *logaritmické metody* rozkladu dochází k rozdělení vlivů beze zbytku, podstatou jsou spojitě výnosy. Vlivy jednotlivých ukazatelů jsou vyjádřeny následovně,

$$\Delta x_{ai} = \frac{\ln I_{ai}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x, \tag{2.68}$$

přitom $I_x = \frac{x_t}{x_0}$ a $I_{ai} = \frac{a_{i,t}}{a_{i,0}}$ jsou indexy analyzovaného a dílčích ukazatelů.

U této metody je reflektována současná změna všech analyzovaných ukazatelů zároveň a nevznikají problémy s pořadím ukazatelů ani se vznikem zbytků. Lze také aplikovat exponenciální vazbu. Vychází se z výpočtu logaritmů indexů a podmínkou je, že indexy musí být kladné. Tudíž dosahuje-li firma ztráty a pak zisku, nelze počítat s logaritmem indexu. Pak jedním z řešení pro příslušnou část větve je použití metody postupných změn nebo metody funkcionální analýzy.

Funkcionální metoda rozkladu pro změnu pracuje s diskrétními výnosy. Metoda zohledňuje současný vliv všech ukazatelů při vysvětlení jednotlivých vlivů. V případě rovnoměrného dělení zbytku a součinu tří dílčích ukazatelů, $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$, jsou vlivy vyčísleny následovně,

$$\begin{aligned}
\Delta x_{a1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a2} \cdot R_{a3} \right) \cdot \Delta y_x, \\
\Delta x_{a2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a1} \cdot R_{a3} \right) \cdot \Delta y_x, \\
\Delta x_{a3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a3} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a1} \cdot R_{a2} \right) \cdot \Delta y_x.
\end{aligned} \tag{2.69}$$

Pro součin dvou dílčích ukazatelů jsou vlivy vyjádřeny takto,

$$x = a_1 \cdot a_2,$$

$$\Delta x_{a1} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a2}\right) \cdot \Delta y_x, \quad (2.70)$$

$$\Delta x_{a2} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a1}\right) \cdot \Delta y_x.$$

Výhody jsou stejné jako u logaritmické metody, navíc je odstraněn problém záporných indexů ukazatelů. Je možné ukázat, že pro kladné indexy jsou rozklady blízké logaritmické metodě. Zajímavé také je, že pro dva prvky dává funkcionální metoda a metoda rozkladu s rovnoměrným rozdělením zbytků stejné výsledky. Problém spočívá v přidělení vah při rozdělování společných faktorů, jelikož je obtížné nalézt ekonomické zdůvodnění zvoleného přístupu.

Je možné říci, že pro jednoduché rozklady lze prakticky využít metodu postupných změn. Při složitějších rozkladech je nejlépe využití logaritmické metody, která je široce známa a v podstatě využívána, ovšem při záporných indexech nelze danou metodu aplikovat. Z možností jak se zápornými indexy počítat, je využití metody postupných změn, rozkladu se zbytkem nebo funkcionální metodu a pro zbylé rozklady pak logaritmickou metodu. Vhodnějším řešením se jeví aplikace funkcionální metody rozkladu na celou pyramidu, kdy lze metodu také aplikovat i pro pyramidu s kladnými indexy a je vhodné ji navrhnout a pokládat za zobecněné stanovisko k pyramidovým rozkladům.

2.5.2 Pyramidový rozklad ROE

V případě analýzy ukazatele rentability vlastního kapitálu *ROE*, lze využít tento rozklad,

$$ROE = \frac{EAT}{E} = \frac{EAT}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{E}, \quad (2.71)$$

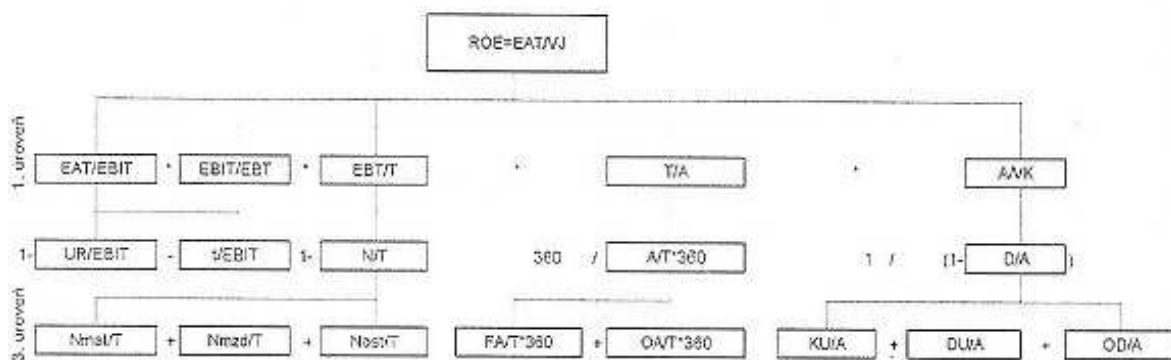
kde $\frac{EAT}{EBT}$ je daňová redukce zisku, $\frac{EBT}{EBIT}$ úroková redukce zisku, $\frac{EBIT}{T}$ provozní rentabilita,

$\frac{T}{A}$ obrat aktiv a $\frac{A}{E}$ je finanční páka.

Na vývoj ukazatele ROE působí velká část ze zisku odčerpaná uskutečněním daňové povinnosti, splácení úrokového břemene spojeného se stupněm zadluženosti podniku, rentabilita tržeb a také využívání svého majetku podnikem.

Na obr. 2.3 je zachycen pyramidový rozklad ukazatele *ROE*.

Obr. 2.3 Pyramidový rozklad ukazatele ROE

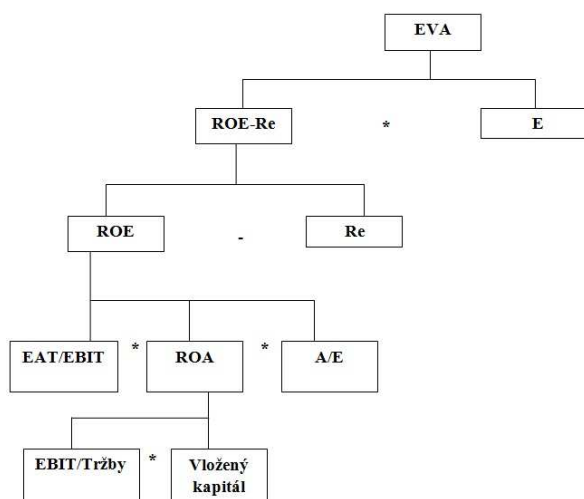


Zdroj: ZMEŠKAL, Z. *Finanční modely*, 2004, str. 32.

2.5.3 Pyramidový rozklad EVA

Ukazatel EVA neslouží pouze pro měření finanční výkonnosti podniku, ale také pro účely stanovení hodnoty firem, kde s výsledkem ocenění lze vyčíst, zda se jedná o perspektivní podnik či nikoliv, dále se ukazatel EVA využívá pro řešení otázek hmotné zainteresovanosti managementu v hodnotově orientovaném řízení. Maximalizace ekonomické přidané hodnoty by měla být kritériem pro rozhodnutí týkajících se nových investic, změn výrobního programu, pohledávek, zásob nebo distribučních cest či výběru dodavatelů.

Obr. 2.2 Rozklad ukazatele EVA



3 Finanční analýza farmaceutického podniku

V kapitole bude popsána stručná charakteristika farmaceutického podniku, jelikož si podnik nepřeje být jmenován, nebudou v diplomové části uveden jeho název. Následovat bude horizontální a vertikální analýza podniku, analýza poměrových ukazatelů a pyramidový rozklad rentability vlastního kapitálu. Nutností pro finanční rozbor jsou výroční zprávy společnosti, které jsou za rok 2004 až 2008. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty jsou uvedeny v příloze 1 a 2.

3.1 Představení společnosti

Analyzovaný podnik působí na českém trhu od roku 1997. V roce 2006 se spojil s Pharmaceuticals s. r. o. a stal se tak jednou z nejvýznamnějších domácích společností, která v současné době patří mezi 10 největších firem na českém farmaceutickém trhu s působností ve více než deseti terapeutických oblastech. Mezi priority podniku patří oblast kardiologie, onkologie a volně prodejných léků.

Podnik prostřednictvím Nadačního fondu pro Vaše srdce, poskytuje edukační a cestovní granty na podporu mladých lékařů, zaměřuje se na výrazné posílení prvků preventivní zdravotní péče s cílem zlepšit veřejné zdraví obyvatel ČR. Podnik se také zavázal, že do roku 2012 zdvojnásobí své tržby a celosvětově dosáhne obrátu přes 20 miliard USD.

3.2 Horizontální a vertikální analýza

Horizontální a vertikální analýza poskytují důležité informace týkající se hodnocení finanční situace podniku, Představují základní analýzu hodnocení účetních výkazů. Upozorňují na problémové oblasti, které je nutné podrobněji zkoumat. Horizontální a vertikální analýzu zachycuje Tab. 3.9, kde jsou znázorněny jen ty nejdůležitější položky. Podrobná horizontální a vertikální analýza je součástí přílohy 4 a 5.

Tab. 3.9 Horizontální analýza společnosti (%)

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aktiva celkem	x	43,50	134,08	352,26	14,34	13,67
Stálá aktiva	x	-23,04	104,22	439,57	-10,76	-22,92
Oběžná aktiva	x	42,71	138,88	381,26	14,94	11,36
Přechodné účty aktiv	x	58,99	184,04	45,37	40,67	1125,22
Vlastní kapitál	x	112,10	47,67	8,32	51,49	1255,18
Cizí kapitál	x	37,16	146,41	379,08	13,67	-18,12
Přechodné účty pasiv	x	0,00	0,00	0,00	5,04	-28,15

Zdroj: Vlastní výpočty.

Pro **horizontální analýzu** jsou vybrány dílčí položky získané z rozvahy. Rok 2003 byl zvolen jako rok výchozí. Z analýzy vyplývá, že dlouhodobý majetek se od roku 2004 do roku 2006 meziročně zvyšoval, kde zvýšení v letech 2005 a 2006 bylo značně výrazné. Naproti tomu v letech 2007 a 2008 došlo k jejímu rapidnímu meziročnímu poklesu, jenž dosáhl záporných hodnot. Příčinou proč tomu tak bylo je fakt, že podnik v letech 2007 a 2008 pořizovala velké množství softwaru. Obdobný vývoj, který je u stálých aktiv zaznamenávají i oběžná aktiva, jejichž důvod spočívá v narůstajícím množství zásob a krátkodobých pohledávek. Vlastní kapitál se meziročně měnil převážně v závislosti na nerozděleném zisku minulých let a také na výsledku hospodaření běžného účetního období. Cizí kapitál se vyvíjel, jak je z tabulky zřejmé také skokově, příčinou jsou změny v krátkodobých závazcích.

Z **vertikální analýzy** uvedené v tabulce 3.10 je patrné, že dlouhodobý hmotný a dlouhodobý finanční majetek neměly na celkových aktivech téměř žádnou účast. Nejvýznamnější podíl na celkových aktivech po celé analyzované období mají zásoby a pohledávky, jelikož podnik v těchto položkách má většinu svého majetku.

Tab. 3.10 Vertikální analýza společnosti (%)

Aktiva = 100					
Vertikální analýza	2004	2005	2006	2007	2008
DNM	0,05	0,05	0,16	0,23	0,14
DHM	0,33	0,28	0,23	0,08	0,05
DFM	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03
Zásoby	56,82	62,87	48,92	55,02	50,74
Pohledávky	29,31	27,49	40,45	37,16	42,33
FM	4,97	2,61	9,56	7,27	4,36

Zdroj: Vlastní výpočty.

Na základě tabulky 3.11 lze konstatovat, že na pasivech se nejvíce podílí cizí kapitál, a to z důvodu, že společnost je v převážné míře financována cizími zdroji, především krátkodobými závazky. Výpočty horizontální a vertikální analýzy jsou uvedeny v příloze 4 a 5.

Tab. 3.11 Vertikální analýza pasiv (%)

Položka	2004	2005	2006	2007	2008
Vlastní kapitál	12,49	7,88	1,89	2,50	29,81
Cizí kapitál	87,51	92,14	97,58	97,01	69,88
Přechodné účty pasiv	0,00	0,00	0,53	0,49	0,31

Zdroj: Vlastní výpočty.

3.3 Analýza poměrových ukazatelů

V této kapitole je analyzována finanční situace farmaceutického podniku prostřednictvím poměrových ukazatelů jednotlivých oblastí za období 2004 až 2008. Výpočty ukazatelů jsou uvedeny v příloze 3.

Pro účely diplomové práce je nezbytné uvést, že se jedná o dceřinou společnost, proto má v rozvaze zahrnutý nákladové úroky, i když jako společnost nemá přijaté žádné bankovní úvěry.

3.3.1 Ukazatele rentability

Prostřednictvím rentability se měří výnosnost neboli ziskovost. Při konstrukci ukazatelů rentability je možno využít různé kategorie zisku. EAT představuje zisk po zdanění (Earnings after Tax), EBT charakterizuje zisk před zdaněním (Earnings before Tax) a EBIT je zisk před úroky a daněmi (Earnings Before Interest and Tax).

Tab. 3.1 Přehled výsledků hospodaření (tis.Kč)

Výsledek hospodaření	2004	2005	2006	2007	2008
EAT	9021	8137	2097	14058	-7858
EBT	13098	10818	9503	13988	-309
EBIT	13129	10848	9537	14029	30744

Zdroj: Vlastní výpočty.

Výsledek hospodaření má po dobu sledování kolísavý trend. V letech 2004 až 2006 docházelo k poklesu jeho výše, důvodem bylo pomalejší tempo růstu provozních výnosů proti provozním nákladům. V roce 2007 došlo k výraznému navýšení výsledku hospodaření prostřednictvím rapidního nárůstu tržeb za vlastní výrobky a služby. V posledním roce se výsledek hospodaření dostal do záporných hodnot, příčinou tohoto snížení byl enormní nárůst nákladových úroků. Vývoj výsledku hospodaření se odráží i do oblasti rentability.

Ukazatele rentability po celou dobu kopírují trend výsledku hospodaření. Z hodnot **ukazatele ROA** lze zjistit efektivní hospodaření podniku se všemi používanými prostředky (dlouhodobým majetkem, zásobami, peněžními prostředky apod.). Sledovaný podnik ve všech pěti letech dosahoval kladných, ale nízkých hodnot. Tudíž lze předpokládat, že docházelo k neefektivnímu využívání aktiv. V letech 2006 až 2007 byla hodnota ukazatele velmi nízká. Nejvíce zisku na celková aktiva připadlo v roce 2004, tedy výnosnost na 1 Kč aktiv je 9,61%.

Tab. 3.2 Ukazatele rentability (%)

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
ROA	9,61	3,39	0,66	0,85	1,64
ROCE	62,09	39,83	23,91	26,72	5,46
ROE	52,85	32,28	7,68	33,99	-1,40
ROS	6,34	3,59	0,26	0,69	-0,35
Rentabilita nákladů	6,36	3,65	0,26	0,70	-0,34

Zdroj: Vlastní výpočty.

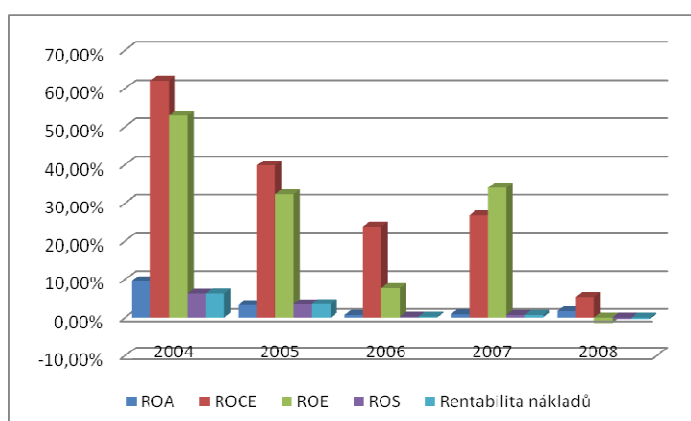
Hodnota **ukazatele ROE** je významná pro společníky podniku, jelikož informuje o efektivnosti vloženého kapitálu. Od roku 2004 do roku 2006 se hodnota společnosti výrazně snižovala. V roce 2008 se rentabilita dostala do záporných čísel, což bylo zapříčiněno vysokým podílem nákladových úroků, které ovlivňují výsledek hospodaření. Podnik tak ztrácí na 1 Kč vlastního kapitálu 0,0140 Kč čistého zisku.

Ukazatel ROS udává informace o ziskovosti podniku vzhledem k tržbám. Po celou sledovanou dobu se rentabilita tržeb nevyvíjí příznivě. Nejvíce zisku na 1 Kč tržeb vyprodukovala společnost v roce 2004, tj. 0,0634 Kč. V roce 2008 byla hodnota ukazatele záporná, způsobena vlivem nákladových úroků.

Rentabilita nákladů by měla upozornit na problémové oblasti hospodaření podniku. Jaká část zisku (ztráty) připadá na 1 Kč nákladů. Hodnoty jsou po celou sledovanou dobu kladné a trend je kolísavý. Rok 2004 zaznamenává nejvyšší hodnotu rentability nákladů, kdy připadá na 1 Kč nákladů 0,0636 Kč čistého zisku. Naproti tomu v roce 2008 činí rentabilita nákladů -0,34%. Z tohoto ukazatele vyplývá, že efektivnost hospodaření podniku není vůbec dobrá.

Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu představuje výši ziskovosti dlouhodobých zdrojů, tj. vlastního kapitálu a dlouhodobého cizího kapitálu. Z výše uvedených hodnot ukazatele lze říci, že se ziskovost zdrojů v průběhu let snižuje. I když je v roce 2007 mírný růst, v následujícím roce dochází k rapidnímu poklesu, který je nejnižší ze všech pěti sledovaných období, činí pouze 5,46%.

Graf 3.1 Vývoj ukazatelů rentability



3.3.2 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity charakterizují schopnost podniku hradit své závazky. Propočet ukazatelů likvidity je uveden v Tab. 3.3. U likvidity je důležité vzít v úvahu fakt, že oběžná aktiva neprodukují zisk, naopak v oběžných aktivech má společnost své zdroje vázány.

Tab. 3.3 Ukazatelé likvidity (koeficient)

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
Běžná likvidita	1,08	1,02	1,02	1,03	1,40
Pohotová likvidita	0,41	0,33	0,52	0,46	0,67
Okamžitá likvidita	0,08	0,04	0,12	0,10	0,10

Zdroj: Vlastní výpočty.

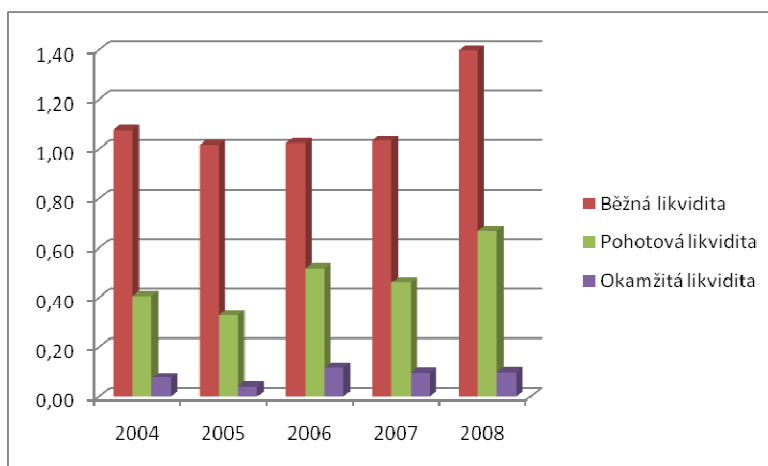
Podle **ukazatele běžné likvidity** měl farmaceutický podnik problémy se splácením závazků po celou analyzovanou dobu. Výše hodnoty byla nižší, než je doporučená hodnota, která by se měla pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5. Hodnota běžné likvidity má především význam pro krátkodobé věřitele společnosti, jelikož jim poskytuje informace o tom, do jaké míry jsou jejich investice chráněny hodnotou majetku.

Podnik u **ukazatele pohotové likvidity** nedosahoval požadované hodnoty 1 – 1,5 v žádném roce. Příčinou je velké množství zásob, které podnik má. Podle výsledných hodnot pohotové likvidity byla schopnost společnosti dostát svým závazkům v pěti letech značně omezená, jelikož hodnoty jsou velmi nízké. Kdyby naopak ukazatel likvidity dosahoval příliš vysokých hodnot, znamenalo by to vázanost velkého objemu oběžných aktiv ve formě pohotových prostředků, které přinášejí malý úrok.

U **okamžité likvidity** jsou hodnoty v celém sledovaném období velmi nízké, nacházejí se pod doporučenou hodnotou. Nízká likvidita je to zapříčiněna velkým množstvím

krátkodobých závazků. Obecně lze konstatovat, že společnost má jisté problémy s platební schopností, protože ukazatele likvidity po celé analyzované období vykazují příliš nízké hodnoty. Příčinou je struktura majetku, jelikož podnik má převážnou část svého majetku tvořeno oběžnými aktivy. Nachází se zejména v zásobách, pohledávkách a krátkodobém finančním majetku.

Graf 3.2 Vývoj ukazatelů likvidity



Z Tab. 3.4 vyplývá, že **čistý pracovní kapitál** po celou sledovanou dobu vykazuje rostoucí tendenci. Firma je překapitalizovaná, tudíž část oběžného majetku financuje také dlouhodobými zdroji.

Tab. 3.4 Čistý pracovní kapitál

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
Čistý pracovní kapitál	20624	26172	41809	55436	565136

Zdroj: Vlastní výpočty.

Podnik po celé sledované období dosahoval finančního polštáře, pro krytí neočekávaných závazků.

3.3.3. Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti charakterizují strukturu zdrojů financování. V Tab. 3.5 jsou vypočteny jednotliví ukazatele zadluženosti. Vývoj celkové zadluženosti, dlouhodobé zadluženosti a běžné zadluženosti zachycuje graf 3.3.

Tab. 3.5 Ukazatelé zadluženosti (%)

Položky	2004	2005	2006	2007	2008
Ukazatel celkové zadluženosti	87,51	92,14	97,58	97,01	69,88
Dlouhodobá zadluženost	2,98	0,64	1,40	1,16	0,46
Běžná zadluženost	84,53	91,51	96,71	96,34	69,73
Ukazatel zadluženosti VK	800,65	1269,10	5298,76	3999,23	335,46
Majetkový koeficient	8,01	12,69	52,99	39,99	3,35

Zdroj: Vlastní výpočty.

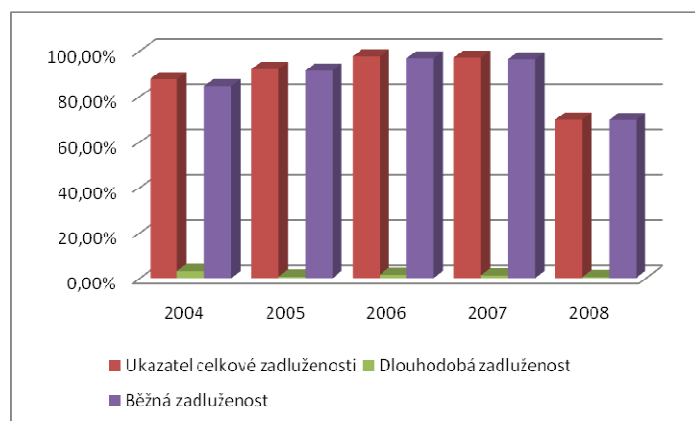
Z hodnot **ukazatele celkové zadluženosti** je zřejmé, že výrazně převažuje cizí kapitál nad vlastním kapitálem. Zadluženost podniku má v prvních třech letech rostoucí trend, v letech 2007 a 2008 dochází k jejímu snižování. Jelikož podnik jako dceřina společnost nemá žádné bankovní úvěry, je struktura kapitálu tvořena v převážné míře krátkodobými závazky, proto společnost dosahuje tak vysoké zadluženosti.

V případě **dlouhodobé zadluženosti** se ukazatel po celé období vyznačuje nízkými hodnotami. Z výsledků tohoto ukazatele je zřejmé, že společnost se dlouhodobě nezadlužuje.

Ukazatel běžné zadluženosti se během celé doby pohybuje ve vysokých hodnotách, je to způsobeno již zmíněnými krátkodobými závazky.

Zadluženost vlastního kapitálu se v letech 2004 až 2006 rapidně zvyšovala, důvodem proč tomu tak bylo je, že v podniku zároveň rostlo množství krátkodobých závazků, které na zadluženost mají značný vliv. Od roku 2007 docházelo ke snížení tohoto ukazatele, kdy v posledním roce je hodnota nejnižší za celou sledovanou dobu. Bylo to způsobeno jak zvyšováním krátkodobých závazků, tak zároveň zvýšením nákladových úroků. Protože se jedná o dceřinou společnost, má v rozvaze tyto nákladové úroky zahrnuté.

Z **majetkového koeficientu** vyplývá, že podnik se v analyzovaném období více opírá o celková aktiva, tudíž podíl vlastního kapitálu na majetku firmy je nízký.

Graf 3.3 Vývoj ukazatelů zadluženosti

Přestože, že se velikost **ukazatele stupně krytí stálých aktiv** od roku 2004 do roku 2006 se snižovala, i tak dosahovala vysokých hodnot. Od roku 2007 pak došlo opět k nárůstu stupně krytí. Celkově se hodnota tohoto ukazatele pohybuje vysoko nad 100%, tj. že veškerá aktiva jsou kryta dlouhodobým kapitálem.

Podíl stálých aktiv, oběžných aktiv a zásob k celým aktivům podniku je zachyceno v Tab. 3.6, jedná se o doplňkové ukazatele. V případě ukazatele vlastního kapitálu na aktivech se charakterizuje, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji.

Tab. 3.6 Přehled jednotlivých podílů (%)

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
Podíl VK na aktivech	12,49	7,88	1,89	2,50	29,81
Podíl stálých aktiv	0,38	0,33	0,40	0,31	0,21
Podíl oběžných aktiv	91,10	92,97	98,93	99,45	97,42
Podíl zásob	56,82	62,87	48,92	55,02	50,74

Zdroj: Vlastní výpočty.

Ze zjištěných hodnot je zřejmé, že podnik má nízký **podíl vlastního kapitálu** na majetku, v posledním roce dosahuje hodnoty 21%, je to způsobeno tím, že podnik financuje svůj majetek výhradně cizími zdroji.

Podíl stálých aktiv na struktuře majetku podniku není zásadní. Výše ukazatele se pohybuje maximálně do 0,40%. Při hodnocení struktury majetku společnosti je velikost **podílu oběžných aktiv** značná, jelikož dosahuje vysokých hodnot, a to přes 90%, v roce 2007 se vyšplhal téměř na 100%. Je tedy zřejmé, že společnost má svůj majetek především vázán v oběžných aktivech. V případě **podílu vlastního kapitálu** se jedná o doplňkový ukazatel k věřitelskému riziku.

Vázanost **podílu zásob** na struktuře majetku podniku je také zřejmá, jelikož hodnoty se ve sledovaném období pohybují přes 50%. Lze tedy vydedukovat, že podnik má největší část svého majetku vázán v oběžných aktivech, a to v zásobách.

Tab. 3.7 Úrokové krytí a úrokové zatížení (koeficient)

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
Úrokové krytí	423,52	361,60	280,50	342,17	0,99
Úrokové zatížení	0,00	0,00	0,00	0,00	1,01

Zdroj: Vlastní výpočty.

Z daných hodnot uvedených v Tab. 3.7 vyplývá, že **ukazatel úrokového krytí** dosahuje příliš vysokých hodnot, a to po dobu období 2004 až 2007. V posledním roce byla hodnota nejnižší, důvodem je vysoká hodnota EBITU, vlivem vysokých nákladových úroků.

Přestože jako dceřiná společnost nemá podnik žádné bankovní úvěry, nákladové úroky byly převedeny z mateřské společnosti.

Ukazatel úrokového zatížení je po celou dobu velice nízký, přestože v posledním roce došlo k mírnému nárůstu. Podnik nevyužívá žádný úvěr, tudíž s ukazatelem úvěrové zadluženosti a ukazatelem doby návratnosti úvěru nebylo počítáno.

3.3.4 Ukazatele aktivity

Vázanost kapitálu v různých formách vyjadřují ukazatele aktivity. Lze vyjádřit dobu obratu jednotlivých majetkových složek nebo rychlost obratu. Ukazatele aktivity jsou uvedeny v Tab. 3.8.

Tab. 3.8 Ukazatele aktivity (koeficient)

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
Doba obratu aktiv	345,61	508,49	654,85	291,39	304,47
Doba obratu zásob	196,38	319,67	320,38	160,34	154,49
Doba obratu pohledávek	96,18	134,48	254,58	102,30	121,13
Doba obratu závazků	281,09	447,34	618,16	151,31	117,13
Obrátka celkových aktiv	1,04	0,71	0,55	1,24	1,18

Zdroj: Vlastní výpočty.

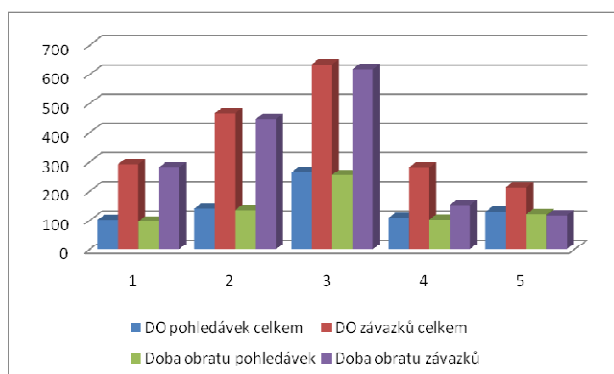
Obrátka celkových aktiv byla pouze v letech 2005 a 2006 pod hodnotou 1, ve zbývajících letech, tj. v letech 2004, 2007 a 2008 se hodnota ukazatele pohybovala nad 1. Zajímá nás struktura aktiv oběžného majetku. Z daných výsledků je zřejmé, že intenzita využití celkových aktiv rychlá, činí 1,2 obrátů za rok. Obrátka má kolísající tendenci, jelikož tržby rostou rychleji než celková aktiva.

Doba obratu aktiv v začátcích sledovaného období má rostoucí tendenci, kdy v roce 2006 je hodnota nejvyšší a činí 654 dnů. V posledních 2 letech se dařilo majetek podniku přeměnit na peníze během daného roku.

U **doby obratu zásob** opět v letech 2005 a 2006 trvalo nejdéle, než se zásoby přeměnily na peníze. V ostatních letech se délka přeměny pohybovala v průměru 170 dnů. Podnik má největší část oběžného majetku vázán právě v zásobách. Vývoj doby obratu zásob je znázorněn v následujícím grafu 3.4.

Ze zjištěných hodnot **obratu pohledávek z obchodního styku** lze usuzovat, že kapitál společnosti je ve formě pohledávek vázán delší dobu než by měl být. Délka překračuje obvyklé lhůty z dodavatelsko – odběratelských vztahů (30 dnů) po celé sledované období. V období 2004 až 2006 docházelo k nárůstu tohoto ukazatele, jelikož v období 2005 až 2006 bylo tempo růstu pohledávek rychlejší než tržby. V následujících došlo ke snížení ukazatele, protože rychlejší tempo růstu bylo zaznamenáno u tržeb.

Graf 3.4 Vývoj ukazatelů aktivity



Doba obratu závazků z obchodního styku se v letech 2004 až 2006 pohybovala ve vyšších číslech, oproti tomu došlo v roce 2007 a 2008 k výraznému poklesu. I přesto není platební disciplína podniku vůči dodavatelům ideální. U doby obratu závazků pohledávek a závazků by mělo platit pravidlo solventnosti, kdy DO závazků by měla být větší než DO pohledávek. Z tabulky 3.8 je zřejmé, že i přes větší hodnoty ukazatelů doby obratu pohledávek a doby obratu závazků se podniku dařilo toto pravidlo plnit po celou sledovanou dobu, až na rok 2008. Není vhodné, aby do doby obratu závazků byly zahrnuty všechny krátkodobé závazky a do doby obratu pohledávek všechny krátkodobé pohledávky, protože by bylo také porušeno pravidlo solventnosti. Je nutné sledovat ukazatel podrobněji (např. v kratších intervalech) a je důležité provádět efektivní řízení pohledávek. Vývoj ukazatelů aktivity je zachycen v grafu 3.4.

Doba obratu celkových pohledávek je mírně vyšší než doba obratu pohledávek z obchodního styku, a to po celé porovnávané období. Doba obratu celkových závazků je v prvních třech letech srovnatelná se závazky z obchodního styku, ale v posledních dvou letech sledovaného období trvá přeměna celkových závazků na finanční prostředky podstatně déle.

3.4 Pyramidový rozklad ROE

Prostřednictvím analýzy soustav ukazatelů je zjišťování vzájemných vazeb a souvislostí mezi jednotlivými ukazateli. Pyramidový rozklad je aplikován na rentabilitu vlastního kapitálu. Pro vyčíslení vlivů dílčích ukazatelů byla použita funkcionální metoda, u níž je měřen absolutní vliv.

Tab. 3.9 Vlivy dílčích ukazatelů na rozklad ROE v jednotlivých letech

Rozklad na prvočinitele		Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008
ROE			0,5285	0,3228	0,768	0,3399	-0,0140
úroková náročnost		I/EBIT	0,0024	0,0028	0,0036	0,0029	1,0101
daňová náročnost		t/EBIT	0,3105	0,2471	0,7766	-0,005	0,2455
NÁKLADOVOST	prodané zboží	N_{pz}/VYN	0,5969	0,5829	0,6796	0,6977	0,6574
	výkonová spotřeba	N_{vs}/VYN	0,1647	0,1989	0,1622	0,1561	0,1671
	osobní náklady	N_{os}/VYN	0,0966	0,1178	0,0793	0,0841	0,0756
	odpisy	N_{odp}/VYN	0,0029	0,0022	0,0012	0,0012	0,0007
	ostatní provozní náklady	PN_{ost}/VYN	0,0314	0,0265	0,0545	0,0437	0,0371
	nákladové úroky	I/VYN	0,0002	0,0001	0	0	0
	ostatní finanční náklady	N_{ost}/VYN	0,0229	0,0252	0,0118	0,0108	0,049
	mimořádné náklady	MN/VYN	0	0	0	0	0
DOBA OBRÁTU	DNM	$DNM/VYN*360$	0,151	0,2357	1,0656	0,6735	0,3908
	DHM	$DHM/VYN*360$	1,059	1,2802	1,5332	0,229	0,1327
	DFM	$DFM/VYN*360$	0	0	0	0	0,0759
	zásoby	$ZAS/VYN*360$	180,324	309,8072	302,973	157,3959	144,7994
	pohledávky	$POH/VYN*360$	93,0173	153,4651	250,4704	106,4704	120,7995
	krátkodobé pohledávky	$P_{krt}/VYN*360$	93,0173	133,1064	247,7979	105,2637	120,7995
	dlouhodobé pohledávky	$P_{dld}/VYN*360$	0	2,3587	2,6725	1,0278	0
	krátkodobý FM	$KFM/VYN*360$	15,7758	12,8856	59,217	20,7926	12,43
	časové rozlišení aktiv	$\check{C}RA/VYN*360$	27,0345	33,0058	4,1604	0,6836	6,751
ZADLUŽENOST	závazky	Z/A	0,8453	0,9174	0,9676	0,9638	0,6977
	krátkodobé závazky	KZ/A	0,8453	0,9151	0,9671	0,9634	0,6973
	dlouhodobé závazky	DZ/A	0	0,0023	0,0005	0,0004	0,0004
	ostatní závazky	CZ_{ost}/A	0,0298	0,0041	0,0082	0,0063	0,0011
	bankovní úvěry	$B\check{U}/A$	0	0	0	0	0
	krátkodobé BÚ	$B\check{U}_{kr}/A$	0	0	0	0	0
	dlouhodobé BÚ	$B\check{U}_{dld}/A$	0	0	0	0	0
	časové rozlišení pasiv	$\check{C}RP/A$	0	0	0,0053	0,0049	0,0031

Zdroj: Vlastní výpočty.

Z Tab. 3.9 vyplývá, že v roce 2004 měl z dílčích ukazatelů na pozitivní vývoj ROE největší vliv doba obratu zásob, dalším vlivem byla doba obratu pohledávek, zejména krátkodobých pohledávek a časové rozlišení aktiv, naopak nejmenší vliv na ukazatel ROE měly nákladové úroky, ukazatel úrokové náročnosti a odpisy.

V roce 2005 měl na ukazatel pozitivní vývoj ROE velký vliv doba obratu zásob, druhým vlivem byl růst ukazatele celkových pohledávek, především v podobě krátkodobých pohledávek a třetí největší vliv byl způsoben časovým rozlišením aktiv. Nejmenší vliv v daném roce na vrcholový ukazatel ROE měly nákladové úroky, odpisy a dalším dlouhodobé závazky.

Rok 2006 zaznamenal největší vliv na pozitivní vývoj ROE prostřednictvím zásob, pohledávek a krátkodobého finančního majetku. Nejmenší vliv byl zaznamenán u dlouhodobých a ostatních závazků a odpisů.

V předposledním roce měl na pozitivní vývoj ukazatele ROE největší vliv ukazatel doby obratu zásob, druhým vlivem je doba obratu pohledávek a třetím krátkodobý finanční majetek. Nejmenší vliv na vývoj ukazatele ROE měly dlouhodobé závazky, ukazatel daňové náročnosti a odpisy.

V posledním roce byl zaznamenán největší vliv na negativní vývoj ROE prostřednictvím ukazatele doby obratu zásob, dobou obratu pohledávek, především krátkodobými a třetím největší vliv byl zaznamenán u úrokové náročnosti. Nejmenší vliv na vrcholový ukazatel měly dlouhodobé a ostatní závazky a třetím nejmenším byly odpisy.

Analýza období 2004 – 2005

Tab. 3.10 Vlivy ukazatelů na změnu ROE (%)

Rozklad - 1. úroveň ukazatele		Vliv na změnu ROE	Pořadí
ziskovost	EAT/EBIT	4	2
úrokové krytí	EBIT/EBT	0	3
provozní ROS	EBIT/VYN	-26	5
obrat aktiv	VYN/A	-19	4
finanční páka	A/VK	21	1
Suma		-21	

Zdroj: Vlastní výpočty.

Z tabulky 3.10 vyplývá, že rentabilita vlastního kapitálu klesla o 21 %. Největší vliv na ROE měl ukazatel provozních tržeb, avšak tento vliv se ukázal jako negativní. Dalším

vlivem působící na rentabilitu vlastního kapitálu byla finanční páka, tento ukazatel měl na vrcholového ukazatele pozitivní vliv. Pozitivně na ROE působila ziskovost, která vzrostla o 4 %. Jak je z Tab. 3.12 zřejmé, úrokové krytí žádným způsobem neovlivňovalo rentabilitu vlastního kapitálu. Pyramidový rozklad ROE za období 2004 – 2005 se nachází v příloze 6.

Analýza období 2005 – 2006

Tab. 3.11 Vlivy ukazatelů na změnu ROE (%)

Rozklad - 1. úroveň ukazatele		Vliv na změnu ROE	Pořadí
ziskovost	EAT/EBIT	-26	4
úrokové krytí	EBIT/EBT	0	2
provozní ROS	EBT/VYN	-30	5
obrat aktiv	VYN/A	-3	3
finanční páka	A/VK	34	1
Suma		-25	

Zdroj: Vlastní výpočty.

V roce 2006 opět klesla rentabilita vlastního kapitálu o 25 %. Největší účinek na vrcholového ukazatele měla finanční páka, její ovlivňování mělo pozitivní vývoj. Druhým vlivem je negativní vývoj rentability tržeb a dalším ziskovost. V menší míře ovlivňoval vrcholového ukazatele i obrat aktiv, tento vliv byl také negativní. Úrokové krytí nemělo na rentabilitu opět žádný vliv. Pyramidový rozklad ROE za období 2005 – 2006 se nachází v příloze 7.

Analýza období 2006 – 2007

Tab. 3.12 Vlivy ukazatelů na změnu ROE (%)

Rozklad - 1. úroveň ukazatele		Vliv na změnu ROE	Pořadí
ziskovost	EAT/EBIT	28	1
úrokové krytí	EBIT/EBT	0	3
provozní ROS	EBIT/VYN	-13	5
obrat aktiv	VYN/A	18	2
finanční páka	A/VK	-7	4
Suma		26	

Zdroj: Vlastní výpočty.

Lze konstatovat, že rentabilita vlastního kapitálu se v roce 2007 zvýšila o 26 %. Z Tab. 3.12 vyplývá největší vliv ukazatele ziskovosti a obratu aktiv. Vlivy těchto ukazatelů jsou na rentabilitu vlastního kapitálu pozitivní. Ziskovost se oproti roku 2006 zvýšila o 28 % a obrat aktiv o 18 %.

V roce 2006 měla na ukazatele ROE velký vliv provozní rentabilita tržeb, avšak její ovlivňování mělo negativní charakter stejně jako finanční páka. Ukazatel ROE v žádném případě neovlivnilo úrokové krytí. Pyramidový rozklad za období 2006 – 2007 je uveden v příloze 8.

Analýza období 2007 – 2008

Tab. 3.13 Vlivy ukazatelů na změnu ROE (%)

Rozklad - 1. úroveň ukazatele		Vliv na změnu ROE	Pořadí
ziskovost	EAT/EBIT	-62	2
úrokové krytí	EBIT/EBT	-118	5
provozní ROS	EBIT/VYN	-78	3
obrat aktiv	VYN/A	304	1
finanční páka	A/VK	-81	4
Suma		-35	

Zdroj: Vlastní výpočty.

Z analýzy posledního sledovaného období vyplývá, že rentabilita vlastního kapitálu se opět snížila, a to o 35 %. Na negativní vývoj ukazatele ROE měl největší vliv ukazatel obratu aktiv, vývoj tohoto ukazatele byl pozitivní.

Dalším vlivem je pokles úrokového krytí, finanční páky, rentability tržeb a posledním v pořadí negativním vlivem je pokles ziskovosti. Z rozvahy podniku lze zjistit, že v roce 2008 došlo k prudkému nárůstu vlastního kapitálu a také ke zvýšení nákladových úroků, které plynou z mateřské společnosti.

Pyramidový rozklad ROE za sledované období 2007 – 2008 se nachází v příloze 9.

Vývoj dílčích ukazatelů za období 2004 – 2008

V následující části budou popsány vlivy dílčích ukazatelů za celé sledované období na vrcholového ukazatele ROE. Dílčí ukazatelé jsou rozkládány v oblasti nákladovosti, doby obratu a zadluženosti. Ta hodnota, která je vykazována v absolutní hodnotě jako největší, ovlivňuje vrcholový ukazatel ROE nejvíce, teprve pak se přihlíží k tomu, zda vrcholový

ukazatel ovlivňuje pozitivně (v případě růstu) nebo negativně (v případě poklesu). Z následujícího pozorování se pak určí konečné pořadí dílčích ukazatelů.

Tab. 3.14 Pyramidový rozklad ROE za období 2004 - 2005

Rozklad na prvočinitele		Vzorec	Vliv na změnu ROE	Pořadí
úroková náročnost		$I/EBIT$	-0,00024	12
daňová náročnost		$t/EBIT$	0,03826	4
NÁKLADOVOST	prodané zboží	N_{pz}/T	0,09593	3
	výkonová spotřeba	N_{vs}/T	-0,23535	21
	osobní náklady	N_{os}/T	-0,14588	20
	odpisy	N_{odp}/T	0,00451	7
	ostatní provozní náklady	PN_{ost}/T	0,03340	5
	nákladové úroky	I/T	0,00049	9
	ostatní finanční náklady	N_{ost}/T	-0,01549	15
	mimořádné náklady	MN/T	0,00000	x
DOBA OBRAITU	DNM	$DNM/T*360$	-0,00009	10
	DHM	$DHM/T*360$	-0,00024	11
	DFM	$DFM/T*360$	0,00000	x
	zásoby	$Z/T*360$	-0,14033	19
	pohledávky	$P/T*360$	-0,04600	17
	krátkodobé pohledávky	$P_{krt}/T*360$	-0,04345	16
	dlouhodobé pohledávky	$P_{dl}/T*360$	-0,00256	13
	krátkodobý FM	$KFM/T*360$	0,00313	8
	časové rozlišení	$ČR/T*360$	-0,00647	14
ZADLUŽENOST	závazky	Z/A	0,32848	1
	krátkodobé závazky	KZ/A	0,31815	2
	dlouhodobé závazky	DZ/A	0,01033	6
	ostatní závazky	CZ_{ost}/A	-0,11734	18
	bankovní úvěry	$BÚ/A$	0,00000	x
	krátkodobé BÚ	$BÚ_{krt}/A$	0,00000	x
	dlouhodobé BÚ	$BÚ_{dl}/A$	0,00000	x
	časové rozlišení	$ČR/A$	0,00000	x

Zdroj: Vlastní výpočty.

Z Tab. 3.14 lze konstatovat, že na ukazatel vlastního kapitálu v období 2004 – 2005 měly největší kladný vliv závazky, zejména krátkodobé závazky, dalším je výkonová spotřeba, která ovlivňuje ROE negativně, a třetím vlivem jsou osobní náklady. Nejmenší a zároveň negativní vývoj na ROE měl dlouhodobý nehmotný majetek, rentabilita vlastního kapitálu byla ovlivněna i pozitivním vývojem nákladových úroků a dlouhodobým hmotným majetkem.

Tab. 3.15 Pyramidový rozklad ROE za období 2005 – 2006

Rozklad na prvočinitele		Vzorec	Vliv na změnu ROE	Pořadí
úroková náročnost		I/EBIT	-0,0004	12
daňová náročnost		t/EBIT	-0,2606	19
NÁKLADOVOST	prodané zboží	N_{pz}/VYN	-0,8204	20
	výkonová spotřeba	N_{vs}/VYN	0,3116	2
	osobní náklady	N_{os}/VYN	0,3268	1
	odpisy	N_{odp}/VYN	0,0086	7
	ostatní provozní náklady	PN_{ost}/VYN	-0,2378	18
	nákladové úroky	I/VYN	0,0007	9
	ostatní finanční náklady	N_{ost}/VYN	0,1135	5
	mimořádné náklady	MN/VYN	0,0000	x
DOBA OBRATU	DNM	$DNM/VYN*360$	-0,0002	11
	DHM	$DHM/VYN*360$	0,0000	x
	DFM	$DFM/VYN*360$	0,0000	x
	zásoby	$Z/VYN*360$	0,0014	8
	pohledávky	$POHL/VYN*360$	-0,0232	16
	krátkodobé pohledávky	$P_{krt}/VYN*360$	-0,0232	15
	dlouhodobé pohledávky	$P_{dl}/VYN*360$	-0,0001	10
	krátkodobý FM	$KFM/VYN*360$	-0,0094	13
	časové rozlišení	$\check{C}RA/VYN*360$	0,0000	x
ZADLUŽENOST	závazky	Z/A	0,2851	4
	krátkodobé závazky	KZ/A	0,2952	3
	dlouhodobé závazky	DZ/A	-0,0102	14
	ostatní závazky	$CZost/A$	-0,0235	17
	bankovní úvěry	$BÚ/A$	0,0000	x
	krátkodobé BÚ	$BÚ_{krt}/A$	0,0000	x
	dlouhodobé BÚ	$BÚ_{dl}/A$	0,0000	x
	časové rozlišení	$\check{C}RP/A$	0,0300	6

Zdroj: Vlastní výpočty.

V analyzovaném období 2005 – 2006 měly na vývoj ROE největší vliv množství prodaného zboží, i když měl negativní vývoj. Dále výkonová spotřeba a třetím největším vlivem byly osobní náklady. Nejmenší a zároveň negativní vliv na vrcholového ukazatele v tomto období měly dlouhodobé pohledávky, dále dlouhodobý nehmotný majetek a třetím nejmenší a pozitivní vývoj měly nákladové úroky.

Tab. 3.16 Pyramidový rozklad ROE v období 2006 – 2007

Rozklad na prvočinitele		Vzorec	Vliv na změnu ROE	Pořadí
úroková náročnost		I/EBIT	0,0002	13
daňová náročnost		t/EBIT	0,2832	2
NÁKLADOVOST	prodané zboží	N_{pz}/VYN	-0,5199	22
	výkonová spotřeba	N_{vs}/VYN	0,1776	3
	osobní náklady	N_{os}/VYN	-0,1374	21
	odpisy	N_{odp}/VYN	-0,0004	15
	ostatní provozní náklady	PN_{ost}/VYN	0,3110	1
	nákladové úroky	I/VYN	0,0007	11
	ostatní finanční náklady	N_{ost}/VYN	0,0506	7
	mimořádné náklady	MN/VYN	0,0000	x
DOBA OBRATU	DNM	$DNM/VYN*360$	0,0002	14
	DHM	$DHM/VYN*360$	0,0007	12
	DFM	$DFM/VYN*360$	0,0000	x
	zásoby	$Z/VYN*360$	0,0786	4
	pohledávky	$POHL/VYN*360$	0,0779	5
	krátkodobé pohledávky	$P_{krt}/VYN*360$	0,0770	6
	dlouhodobé pohledávky	$P_{dl}/VYN*360$	0,0009	10
	krátkodobý FM	$KFM/VYN*360$	0,0208	8
	časové rozlišení aktiv	$\check{C}RA/T*360$	0,0019	9
ZADLUŽENOST	závazky	Z/A	-0,0436	20
	krátkodobé závazky	KZ/A	-0,0427	19
	dlouhodobé závazky	DZ/A	-0,0004	16
	ostatní závazky	CZ_{ost}/A	-0,0215	18
	bankovní úvěry	$B\check{U}/A$	0,0000	x
	krátkodobé BÚ	$B\check{U}_{krt}/A$	0,0000	x
	dlouhodobé BÚ	$B\check{U}_{dl}/A$	0,0000	x
	časové rozlišení pasiv	$\check{C}RP/A$	-0,0049	17

Zdroj: Vlastní výpočty.

V analyzovaném období 2006 – 2007 mělo na vrcholový ukazatel ROE největší a zároveň negativní vliv množství prodaného zboží, dalším jsou ostatní provozní náklady, které charakterizují pozitivní vývoj a daňová náročnost. Nejmenší vliv na ukazatel ROE měl dlouhodobý nehmotný majetek, dlouhodobý hmotný majetek, nákladové úroky, úroková náročnost a odpisy.

Tab. 3.17 Pyramidový rozklad ROE v období 2007 – 2008

Rozklad na prvočinitele		Vzorec	Vliv na změnu ROE	Pořadí
úroková náročnost		I/EBIT	-0,4965	15
daňová náročnost		t/EBIT	-0,1235	13
NÁKLADOVOST	prodané zboží	N_{pz}/VYN	4,5840	4
	výkonová spotřeba	N_{vs}/VYN	-1,2596	18
	osobní náklady	N_{os}/VYN	0,9657	6
	odpisy	N_{odp}/VYN	0,0513	9
	ostatní provozní náklady	PN_{ost}/VYN	0,7478	7
	nákladové úroky	I/VYN	-1,4886	19
	ostatní finanční náklady	N_{ost}/VYN	-4,3805	20
	mimořádné náklady	MN/VYN	0,0000	x
DOBA OBRATU	DNM	$DNM/T*360$	1,2261	5
	DHM	$DHM/T*360$	0,4180	8
	DFM	$DFM/T*360$	-0,3442	14
	zásoby	$Z/VYN*360$	57,1348	1
	pohledávky	$P/VYN*360$	-65,8048	22
	krátkodobé pohledávky	$P_{krt}/VYN*360$	-70,4665	23
	dlouhodobé pohledávky	$P_{dl}/VYN*360$	4,6617	3
	krátkodobý FM	$KFM/VYN*360$	37,9306	2
	časové rozlišení aktiv	$\check{C}RA/VYN*360$	-27,5204	21
	závazky	Z/A	-0,7892	17
ZADLUŽENOST	krátkodobé závazky	KZ/A	-0,7891	16
	dlouhodobé závazky	DZ/A	-0,0001	10
	ostatní závazky	$CZost/A$	-0,0155	12
	bankovní úvěry	$B\check{U}/A$	0,0000	x
	krátkodobé BÚ	$B\check{U}_{krt}/A$	0,0000	x
	dlouhodobé BÚ	$B\check{U}_{dl}/A$	0,0000	x
	časové rozlišení pasiv	$\check{C}RP/A$	-0,0053	11

V posledním sledovaném období 2007 – 2008 měly na rentabilitu vlastního kapitálu největší vliv pohledávky, ačkoliv jejich vývoj byl negativní, dalším ukazatelem na vliv ROE jsou zásoby a třetím je krátkodobý finanční majetek. Nejmenší rozsah vlivu na ROE byl zaznamenán u dlouhodobých závazků, odpisů a ostatních závazků.

4 Zhodnocení finanční výkonnosti

V části této kapitoly bude zaměřeno na celkové zhodnocení finanční výkonnosti analyzovaného farmaceutického podniku.

4.1 Zhodnocení podniku prostřednictvím indexů

Zhodnocení podniku prostřednictvím indexů bylo provedeno na základě Altmanova modelu, indexu IN95, IN99 a IN01. Zjištěné výsledky těchto indexů zachycuje tabulka 3.18.

Tab. 3.18 Zjištěné hodnoty indexů

Index	2004	2005	2006	2007	2008
IN95	8609,13	10697,36	12679,05	1990,34	1598,83
IN99	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IN01	17,19	14,70	11,45	13,91	0,35
Altmanův index	0,17	0,08	0,02	0,03	0,25

Zdroj: Vlastní výpočty.

Pro výpočet **indexu IN95** byla vybrána data pro odvětví DG představující výrobu chemických výrobků. Na základě zhodnocení tohoto ukazatele lze říci, že podnik se vyznačuje dobrou finanční situací. Jelikož hodnoty se pohybují vysoko nad horní hranicí 2, podnik je schopen hradit své závazky. Tento výsledek se však neshoduje se zjištěnými výsledky ve finanční analýze. Podnik jako dceřiná společnost nemá přijaté bankovní úvěry, tudíž nemá žádné dluhy a protože index IN 95 hodnotí věřitelské riziko, vychází hodnoty podniku v tomto modelu jako podnik s dobrou finanční situací.

Index IN99 odráží pohled vlastníka na hospodaření podniku a podle něj podnik nevytvářel žádnou hodnotu po celou sledovanou dobu. Hodnoty se nepohybovaly v žádném rozmezí. Jak je podnik schopen platit závazky a tvořit hodnotu vyjadřuje **index IN01**, z kterého vyplývá, že po celou dobu, kromě roku 2008, vytvářel hodnotu, jelikož její hodnoty jsou nad horní hranicí.

Na základě **Altmanova indexu** lze podnik zařadit mezi takové, které se vyznačují špatnou finanční situací. Jelikož po celou analyzovanou dobu byly hodnoty Altmanova indexu menší než 1,20. Což značí, že se jedná o podnik s vysokou pravděpodobností bankrotu. Výpočet Indexů IN a Altmanova indexu se nacházejí v příloze 10 až 12.

4.2 Analýza ekonomické přidané hodnoty

Doposud bylo hodnocení farmaceutického podniku založeno na tradičních ukazatelích vycházejících z účetních výkazů. V této kapitole je hodnocení finanční výkonnosti zaměřeno na ekonomickou přidanou hodnotu. Výpočet ukazatele EVA je za období 2004 až 2008 provedeno pomocí ekonomického modelu.

4.2.1 Náklady na kapitál

Pro zjištění **nákladů kapitálu WACC** a nákladů na vlastní kapitál byl uplatněn stavebnicový model podle metodiky MPO. Bezriziková sazba se získala z finančních analýz MPO ČR. Riziková přírážka charakterizující velikost podniku byla stanovena na 5% sazbě a v posledním roce byla vypočtena podle vzorce 1.9. Na základě ukazatele ROA bylo stanoveno podnikatelské riziko, díky nulovému splácení úvěru bylo dosaženo nulové přírážky. Riziko finanční stability vychází z ukazatele celkové likvidity v porovnání s průměrem průmyslu, která je nižší než u společnosti, tudíž je riziko nulové. Z daných zjištěných rizikových přírážek lze určit $WACC_U$.

Tab. 4.1 Náklady na kapitál nezadlužené společnosti (%)

	2004	2005	2006	2007	2008
R_F	4,80	3,53	3,77	4,28	4,55
R_{LA}	5,00	5,00	5,00	5,00	3,54
$R_{podnik.}$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
$R_{FINSTAB}$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
$WACC_U$	9,80	8,53	8,77	9,28	8,09

Zdroj: Vlastní výpočty.

V tabulce 4.1 je počítáno s náklady na kapitál nezadlužené společnosti, které je nutné přepočítat na náklady zadlužené společnosti. Výpočet se provede pomocí vzorce 2.40. Výše nákladů zadlužené společnosti je pak znázorněno v tabulce 4.2.

Tab. 4.2 Náklady na kapitál zadlužené společnosti (%)

	2004	2005	2006	2007	2008
WACC	9,46	8,36	8,73	9,22	7,58

Zdroj: Vlastní výpočty.

V případě analyzovaného podniku lze konstatovat, že průměrné náklady na kapitál mají kolísavý charakter. Jelikož dceřiná společnost nemá žádné bankovní úvěry a pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byl použit vzorec 2.41, vycházejí tyto náklady shodně s průměrnými náklady na kapitál.

Tab. 4.3 Náklady na vlastní kapitál (%)

	2004	2005	2006	2007	2008
r_e	9,46	8,36	8,73	9,22	7,58

Zdroj: Vlastní výpočty.

4.2.2 Pyramidový rozklad EVA

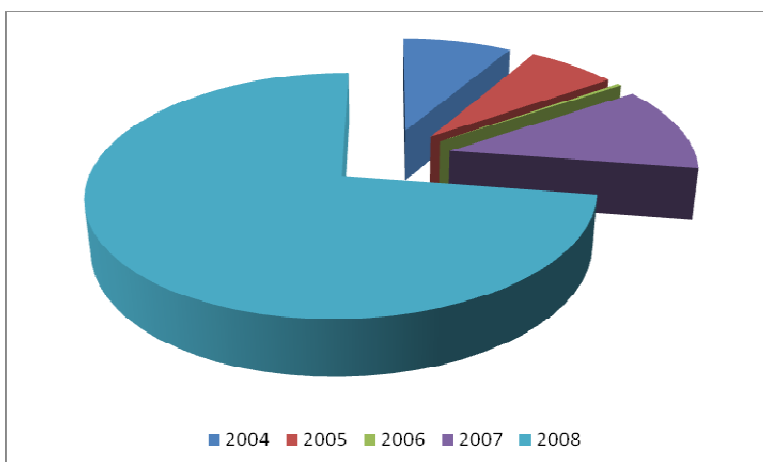
Prostřednictvím pyramidového rozkladu ukazatele EVA je zjištěná konečná finanční výkonnost analyzovaného podniku, na jejich výsledcích lze konstatovat, zda podnik vytvářel nebo nevytvářel hodnotu. Pyramidové rozklady EVA se nacházejí v příloze 10 – 13.

Tab. 4.4 Výpočet ukazatele EVA

	2004	2005	2006	2007	2008
ROE	53%	32%	8%	34%	-1%
R_e	9%	8%	9%	9%	1%
E	17 068 000	25 205 000	27 320 000	41 360 000	560 502 000
Eva (tis. Kč)	7 348	5 987	-287	10 220	-63 340

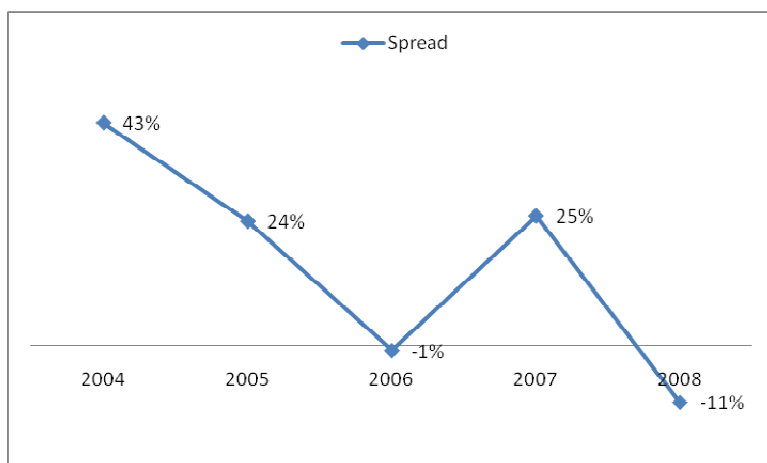
Zdroj: Vlastní výpočty.

Na základě Tab. 4.4 vychází hodnota ekonomické přidané hodnoty v jednotlivých letech. Z tabulky je také zřejmé, že rentabilita vlastního kapitálu se vyvíjela kolísající tendencí. V roce 2008 se hodnota rentability dostala do záporných čísel. Náklady na vlastní kapitál byly kromě roku 2006 a 2008 pořád stejné, tj. na úrovni 9 %. Vlastní kapitál vykazuje v jednotlivých letech rostoucí tendenci. Vývoj ekonomické přidané hodnoty v jednotlivých letech znázorňuje následující graf 4.1.

Graf 4.1 Vývoj ukazatele EVA

Pro ekonomickou přidanou hodnotu je důležité jak se vyvíjí spread, tedy rozdíl mezi rentabilitou vlastního kapitálu a vlastním kapitálem. Jak je z grafu 4.2 zřejmé, v roce 2004 činil spread 43 %, až do roku 2006 měl klesající tendenci, kde se dostal pod hranici -1 %. Naproti tomu v roce 2007 vyvíjel rostoucí tendenci a spread dosáhl výše 25 %. V posledním roce se situace zhoršila a hodnota spreadu se dostala do nízkých výsledků za celé sledované období.

Graf 4.2 Vývoj spreadu v letech 2004 – 2008



Hodnoty ukazatele EVA zjištěné za jednotlivé roky vykazují, že v období 2004 až 2006 měl tento ukazatel klesající tendenci. V roce 2006 se hodnota EVA dostala do záporných čísel, tudíž nevytvářela hodnotu pro vlastníky, jakož tomu bylo v roce 2004 a 2005. Následně v roce 2007 ukazatel EVA měl rostoucí vývoj a vytvořila hodnotu 10 220 tis. Kč. Vše se obrátilo v posledním analyzovaném roce, jelikož ukazatel vykazoval ztrátu. Následně bude provedeno zhodnocení ekonomické přidané hodnoty za jednotlivá analyzovaná období.

Analyzované období 2004 – 2005

Tab. 4.5 Vliv ukazatelů na EVA (%)

Ukazatel	Symbol	Absolutní vliv	Pořadí
Výkonnost EVA	EVA	-4,08	
Vlastní kapitál	E	8,14	2
Náklady na vlastní kapitál	R_E	-0,80	4
Úroková a daňová redukce	EAT/EBIT	2,59	3
Finanční páka	A/E	13,76	1
Rentabilita tržeb	EBIT/VYN	-16,86	6
Obrat aktiv	VYN/A	-12,5	5

Zdroj: Vlastní výpočty.

Z Tab. 4.5 vyplývá, že ukazatel EVA se snížil (-4,08 tis. Kč) a pozitivní vliv na EVA měla finanční páka, která vzrostla o 13,76 %, vlastní kapitál, který se zvýšil o 8,14 % a úroková a daňová redukce. Největším negativním vlivem byla rentabilita tržeb, druhým pak obrat aktiv a posledním náklady na vlastní kapitál.

Analyzované období 2005 – 2006

Tab. 4.6 Vliv ukazatelů na EVA (%)

Ukazatel	Symbol	Absolutní vliv	Pořadí
Výkonnost EVA	EVA	-6,56	
Vlastní kapitál	E	0,25	2
Náklady na vlastní kapitál	R _E	0,10	3
Úroková a daňová redukce	EAT/EBIT	-8,34	5
Finanční páka	A/E	12,06	1
Rentabilita tržeb	EBIT/VYN	-8,96	6
Obrat aktiv	VYN/A	-1,67	4

Zdroj: Vlastní výpočty.

V roce 2006 má ekonomická přidaná hodnota negativní vývoj (pokles o 6,56 tis. Kč). Pozitivní vliv na EVA měla finanční páka, která se zvýšila o 12,06 %. Pozitivně, avšak v menší míře, se vyvíjely i náklady na vlastní kapitál a vlastní kapitál. Negativní vliv byl způsoben obratem aktiv, rentabilitou tržeb a úrokovou a daňovou redukcí.

Analyzované období 2006 - 2007

Tab. 4.7 Vliv ukazatelů na EVA (%)

Ukazatel	Symbol	Absolutní vliv	Pořadí
Výkonnost EVA	EVA	8,86	
Vlastní kapitál	E	1,40	3
Náklady na vlastní kapitál	R _E	0,14	4
Úroková a daňová redukce	EAT/EBIT	7,88	1
Finanční páka	A/E	-1,77	5
Rentabilita tržeb	EBIT/VYN	-3,37	6
Obrat aktiv	VYN/A	4,88	2

Zdroj: Vlastní výpočty.

V roce 2007 měl ukazatel EVA pozitivní vývoj (nárůst o 8,86 tis. Kč). Největší vliv měla úroková a daňová redukce, obrat aktiv, vlastní kapitál a posledním pozitivním vlivem jsou náklady na vlastní kapitál. Negativní vliv naopak měla finanční páka a rentabilita tržeb, která klesla o 3,37 %.

Tab. 4.8 Vliv ukazatelů na EVA (%)

Ukazatel	Symbol	Absolutní vliv	Pořadí
Výkonnost EVA	EVA	-108,37	
Vlastní kapitál	E	51,27	1
Náklady na vlastní kapitál	R _E	2,74	3
Úroková a daňová redukce	EAT/EBIT	-137,18	6
Finanční páka	A/E	-62,41	5
Rentabilita tržeb	EBIT/VYN	40,93	2
Obrat aktiv	VYN/A	0,15	4

Zdroj: Vlastní výpočty.

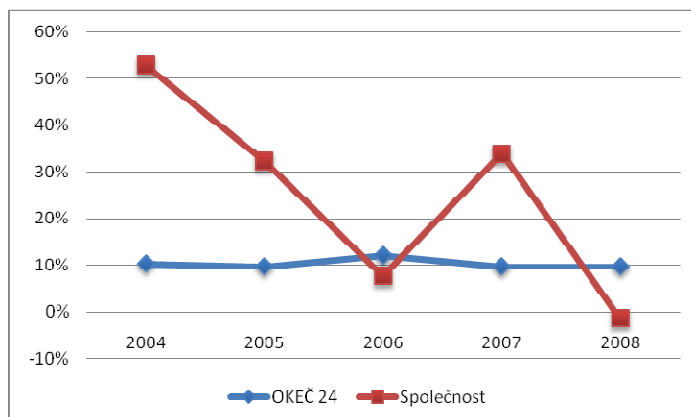
V posledním roce měl ukazatel EVA opět negativní vývoj EVA, poklesla o 108,37 tis. Kč a klesla tak nejvíce za celé analyzované období. Pozitivní vliv měl nárůst vlastního kapitálu a to o 51,27 %, dále rentabilita tržeb, náklady na vlastní kapitál a v menší míře měl pozitivní vliv ukazatel obratu aktiv. Negativní vliv měla finanční páka a největší pokles zaznamenala úroková a daňová redukce, která klesla o 137,18 %.

4.3 Srovnání podniku s odvětvím

Výsledky získané při hodnocení společnosti je vhodné porovnat s odvětvím, ve kterém společnost působí. Většina ukazatelů za jednotlivá OKEČ je uveřejňována na internetových stránkách MPO ČR, nacházejí se ve finanční analýze průmyslu a stavebnictví.

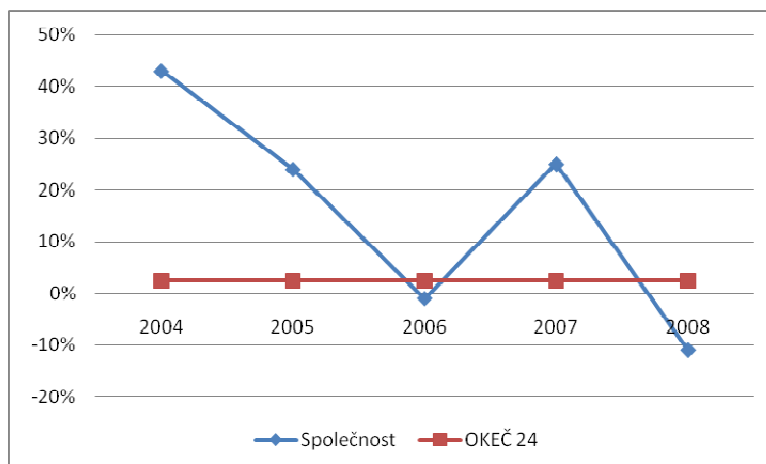
Záměrem tak je získání přehledu o tom, jak se společnost pohybuje nebo odlišuje od ekonomického vývoje daného odvětví. Farmaceutický podnik se srovnává s odvětvím OKEČ 24, které zastupuje výrobu chemických látek, přípravků, léčiv a syntetických vláken. Pro účely srovnání farmaceutického podniku s odvětvím je jako první ukazatel použita rentabilita vlastního kapitálu. Druhým srovnávacím ukazatelem je vývoj spreadu.

Graf 4.2 Rentabilita vlastního kapitálu



Z grafu 4.2 je zřejmé, že v oblasti rentability nevykazuje podnik s odvětvím žádný shodný směr. Zatímco se odvětví pohybuje rovnoměrně, společnost má značně kolísavý charakter. Přesto se do roku 2007 rentabilita pohybovala nad hodnotami celého odvětví.

Graf 4.3 Vývoj spread



Na základě grafu 4.3 lze říci, že OKEČ 24 se po celou sledovanou dobu vyvíjí rovnoměrným tempem, kdežto farmaceutický podnik charakterizuje kolísavý vývoj. V letech 2004 až 2005 a v roce 2007 se pohyboval nad průměrem odvětví. V roce 2006 a 2008 se naopak dostal pod hranici odvětví.

Hodnocení finančního postavení farmaceutického podniku bylo podloženo na účetních výkazech za období 2004 až 2008. Z výsledků finanční analýzy a ze souhrnných charakteristik byla posouzena výkonnost. Finanční pozice byla zjišťována pomocí některých ukazatelů, které srovnávaly společnost s odvětvím zpracovatelského průmyslu (OKEČ DG). Ekonomická přidaná hodnota byla zjištěna v časovém horizontu pěti let (2004 až 2008).

Po provedení analýzy poměrových ukazatelů bylo zjištěno, že všechny ukazatele vykazují kolísavou tendenci. V jednotlivých letech dochází buď k rychlému růstu, nebo k prudkému poklesu, to nenaznačuje o dobrém využívání majetku. V oblasti rentability dosahují nejvyšších hodnot rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita celkového investovaného kapitálu. V oblasti zadluženosti vykazuje společnost rostoucí tendenci, a to u celkové a běžné zadluženosti. Celková zadluženost se pohybuje nad doporučené rozmezí 30 – 60 %, což představuje vyšší riziko pro věřitele. Ačkoliv zadluženost vlastního kapitálu se také nedaří udržovat v doporučeném pásmu 80 – 120 %, obecně platí pravidlo, že vyšší zadluženost je akceptovatelná jen za předpokladu vyšší rentability, což podnik splňuje.

Prostřednictvím stupně krytí stálých aktiv bylo zjištěno, že podnik veškerá stálá aktiva má kryta dlouhodobým kapitálem, jelikož hodnoty dosahují více jak 100%. Pomocí ukazatelů podílu oběžných aktiv, podílu zásob, podílu stálých aktiv a podílu vlastního kapitálu na aktivech je hodnocena struktura majetku firmy. Z výpočtů těchto ukazatelů je prokázáno, že majetek je tvořen z větší části z oběžných aktiv a to konkrétně v podobě zásob. Podnik si ve finanční situaci nestojí dobře, protože právě v oblasti stability má po celé sledované období největší problémy. Společnost se potýká i s problémem tvorby EBIT.

Z hlediska využívání majetku, které charakterizují doby obratu jednotlivých položek, vyplývá, že existuje dlouhý časový horizont, než se přemění majetek na peníze. U doby obratu aktiv tento časový horizont narůstal od roku 2004 do roku 2006, kde tato přeměna činila více jak 600 dnů a právě tento ukazatel snižuje finanční výkonnost v roce 2006. I když ke konci analyzovaného období dochází k poklesu počtu dnů, je tento časový horizont příliš dlouhý. Doba obratu zásob, pohledávek a závazků zaznamenává obdobný vývoj. Jelikož podnik má cizí kapitál tvořen především z krátkodobých zdrojů v podobě krátkodobých závazků, dosahuje doba obratu závazků v letech 2004 až 2006 vysokých hodnot. I přes dlouhý časový úsek se daří plnit pravidlo solventnosti, tedy doba obratu závazků je delší než doba obratu pohledávek.

Intenzitu využití majetku měří obrátka celkových aktiv. U obrátky celkových aktiv bylo zjištěno, že podnik po celou sledovanou dobu rychle obrací svůj majetek, jelikož počet obrátů v průměru za rok činí 1,20. Na základě analýz likvidity lze říci, že podnik vykazuje určité problémy se splácením závazků, jelikož skoro ve všech letech se hodnoty ukazatelů drží nízko pod hranicí doporučených mezí. Ukazatel běžné likvidity nejvíce snižuje finanční situaci v období 2006 až 2008. Podle hodnot čistého pracovního kapitálu je možné konstatovat, že podnik je překapitalizovaný, v posledním roce je ukazatel překapitalizování poměrně značný, jelikož byl navýšen vlastní kapitál.

Finanční situaci podniku je možné zjistit i jiným způsobem než analýzou poměrových ukazatelů, například souhrnnými charakteristikami, kterými jsou indexy IN, založené na hranici Z - score a Altmanův model. Podle Altmanova modelu si podnik nestojí vůbec dobře, jelikož hodnota Z score je menší než 1,20, tudíž se jedná o podnik s vysokou pravděpodobností bankrotu. Jak je zřejmé, Altmanův model potvrzuje výsledky zjištěné finanční analýzou. Prostřednictvím indexu IN95 a je názor na finanční situaci opačný. Index IN95 prokazuje u podniku dobrou finanční situaci po celé sledované období, je tomu tak, protože podnik jako společnost nemá přijaté žádné bankovní úvěry, tudíž z věřitelského hlediska, je finanční situace firmy dobrá. V případě indexu IN99 bylo zjištěno, že ve všech

pěti letech není tvořena hodnota pro vlastníka. Poslední index IN01 potvrzuje výsledky indexu IN95 s tím, že bylo potvrzeno tvoření hodnoty po celou dobu, kromě posledního roku, kde hodnota tvořena nebyla, jelikož jako dceřiná společnost má v rozvaze zahrnuty nákladové úroky plynoucí z mateřské společnosti. Souhrnné charakteristiky nenahrazují finanční analýzu oblastí podniku, ale lze říci, že podepřely správný úsudek v určitých ohodnoceních.

Provedeny byly i pyramidové rozklady ukazatele ROE a EVA. U pyramidového rozkladu ROE byly určeny vlivy 1. úrovně rozkladu, kde patřila ziskovost, úrokové krytí, provozní rentabilita tržeb, obrat aktiv a finanční páka. Charakterizovány byly i dílčí ukazatelé, které měly na vrcholový ukazatel největší a nejmenší vliv.

O finanční výkonnosti podniku nejvíce vypovídá ukazatel EVA. Nejdříve bylo nutné si vypočítat náklady nezadluženého podniku, na jejich podkladech pak byly zjištěny náklady na kapitál zadluženého podniku a následně byla podle metodiky MPO ČR zjištěna výše nákladů na vlastní kapitál. Jelikož analyzovaná farmaceutická firma nemá přijaté bankovní úvěry, hodnoty nákladů zadlužené firmy a náklady na vlastní kapitál se rovnaly. U pyramidového rozkladu EVA byly také objasněny vlivy působící na vývoj ukazatele. Jako dílčí ukazatele se porovnávaly náklady na vlastní kapitál, úroková a daňová redukce, finanční páka, rentabilita tržeb, obrat aktiv a vlastní kapitál. Bylo provedeno i meziroční srovnání na jejímž základě bylo zjištěno, že i když podnik vytváří kladný hospodářský výsledek, s výjimkou roku 2008, kde byl záporný, vytvořil hodnotu pouze za období 2006 až 2007. V ostatních obdobích svou hodnotu ztrácí.

Provedeno bylo i srovnání farmaceutického podniku s odvětvím a to prostřednictvím rentability vlastního kapitálu a spreadu. Ze srovnání v oblasti rentability vyplynulo, že analyzovaný podnik nevykazuje s odvětvím žádný shodný směr, jelikož společnost má kolísavý charakter. Tentýž vývoj podniku platí i v oblasti spreadu.

5 Závěr

V diplomové práci bylo provedeno zhodnocení finanční výkonnosti farmaceutického podniku, které poskytlo důležité zdroje informací o tom, jak si podnik stojí na trhu.

Cílem diplomové práce bylo analyzovat finanční výkonnost farmaceutického podniku. Způsoby, kterými lze analyzovat finanční výkonnost byly poměrové ukazatele, souhrnné charakteristiky a pyramidové rozklady ROE a nástroje důležité pro výpočet ekonomické přidané hodnoty. Diplomová práce se skládá z pěti částí, včetně úvodu a závěru.

Druhá teoretická část diplomové práce se zabývala metodologií hodnocení finanční výkonnosti, kde byla pozornost věnována charakteristice ekonomické přidané hodnoty, dále popisu finanční analýzy zahrnující širokou škálu poměrových ukazatelů. Charakterizovány byly i souhrnné charakteristiky, mezi něž patří bankrotní a bonitní modely.

Znalosti získané z teoretické části byly uplatněny na analyzovaném podniku. Při hodnocení finanční analýzy byly použity účetní výkazy daného podniku, za období let 2004 až 2008. Na jejichž základech byl vyhodnocen vývoj situace v podniku.

V třetí části diplomové práci byla provedena finanční analýza daného podniku, která v sobě zahrnovala představení firmy, horizontální a vertikální analýzu, provedena byla i analýza poměrových ukazatelů.

Závěrečná část se týkala zhodnocení finanční výkonnosti farmaceutického podniku, a to prostřednictvím souhrnných charakteristik. Uskutečněna byla i analýza ekonomické přidané hodnoty, jejíž součástí bylo provedení pyramidového rozkladu ukazatele EVA. analyzována finanční výkonnost. V závěrečné části byla provedena analýza finanční výkonnosti farmaceutického podniku, a to prostřednictvím i souhrnných charakteristik. Bylo provedeno srovnání farmaceutického podniku s odvětvím (OKEČ 24). Z detailního rozboru finanční analýzy vyplynulo, že podnik není finančně zdravý s pozitivním vývojem. Podnik má problémy s ukazateli likvidity, jelikož se po celou dobu jsou hodnoty ukazatele příliš nízké. Za příčinu lze pokládat fakt, že firma má větší část svého majetku vázán v oběžných aktivech, a to zejména v zásobách, pohledávkách a krátkodobém finančním majetku. Pomocí Altmanova indexu byl zjištěn obdobný stav, který vyplývá z finanční analýzy, a to, že podnik nemá dobré finanční zdraví. Naproti tomu se s finanční situací podniku hodně liší index IN95, který má vypovídací schopnost o tom, že podnik vykazuje dobrou finanční situaci. Odůvodněním je fakt, že index IN95 měří velikost věřitelského rizika, protože analyzovaný podnik nemá žádné bankovní úvěry, vycházejí hodnoty tohoto indexu kladně. U IN99 bylo zjištěno, že podnik nevytváří po celou zkoumanou dobu hodnotu pro vlastníky. Index IN01

vypovídal o tom, že podnik vytváří hodnotu pro vlastníky, kromě posledního roku, kdy nebyla vytvořena žádná hodnota, důvodem jsou vysoké nákladové úroky, plynoucí z mateřské společnosti.

Prostřednictvím posledního ukazatele, kterým byla ekonomická přidaná hodnota, bylo zjištěno, že podnik vytvářel hodnotu pouze v jednom roce, a to v roce 2007. Ve zbývajících letech vyplynulo, že podnik svou hodnotu ztrácel. Z daných výsledků lze konstatovat, že v hospodaření farmaceutického podniku dochází k velkým výkyvům, na jejímž základě nelze podnik označit za finančně silný a stabilní.

Seznam použité literatury

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C.H.Bek, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.

MARŠÍK, M. a MARŠÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

MARŠÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 101 s. ISBN 80-86119-57-2.

NEUMAIEROVÁ, I.; NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1 vyd. Praha: Linde, 2006. 304 s. ISBN 80-86131-63-7.

SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. vyd. Praha: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.

ŠULÁK, M. a VACÍK, E. *Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači*. 1. vyd. Praha: Bankovní institut, 1999. 622 s. ISBN 80-7265-027-0.

VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha, Ekopress, 1999. 340 s. ISBN 80-86119-24-1.

ZMEŠKAL, Z. a kol. *Finanční modely*. Praha: Ekopress, 2004. 2. vyd. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.

Seznam zkratek

A	aktiva celkem
a_i	dílčí ukazatel
BVE	účetní hodnota vlastního kapitálu
C	kapitál
CF	cash flow
CFROI	vnitřní výnosové procento z investice
CZ	cizí zdroje
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
d	daňová sazba
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
E	vlastní kapitál
EAT	čistý zisk
EBT	zisk před zdaněním
EBIT	provozní zisk
EBITDA	zisk před úhradou úroků, daní a odpisů
EPS	zisk na akcii
EU	Evropská unie
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FS	finanční stabilita
IN	Index Neumaierových
INFA	benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů
KBU	Krátkodobé bankovní úvěry
Kč	koruna česká
KPost	krátkodobé pohledávky ostatní
KZ	krátkodobé závazky
KZost	krátkodobé závazky ostatní
ln	logaritmický index
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu

MV	celková tržní hodnota podniku
MVA	tržní přidaná hodnota
MVE	tržní hodnota vlastního kapitálu
NPV	čistá současná hodnota
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
Nodp	náklady odpisy
Nostfin	náklady ostatní finanční
Npz	náklady prodané zboží
Nvs	náklady výkonová spotřeba
OA	oběžná aktiva
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
r_e	náklady vlastního kapitálu
r_f	výnosnost bezrizikového aktiva
$r_{finstab}$	riziková přírážka za neschopnost splácení svých závazků
r_{finstr}	riziková přírážka z kapitálové struktury
r_{LA}	riziková přírážka z likvidnosti
$r_{podnikatelské}$	riziková přírážka z podnikatelského rizika
ROA	rentabilita aktiv
ROC	výnosnost investovaného kapitálu
ROCE	rentabilita dlouhodobého kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
SA	stálá aktiva
SIC	průmyslový kód
SH	souhrnné hodnocení finanční situace podniku
t	časový interval
t-1	předcházející rok
T	tržby
TSR	tržní výnos akciového kapitálu
U	nákladové úroky
UZ	úplatné zdroje
V_n	váhy

VK	vlastní kapitál
VS	výnosová situace
VŠE	Vysoká škola ekonomická
VYN	Výnosy
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
WACC	Průměrné náklady na kapitál
x_{ai}	analyzovaný ukazatel
ZAS	zásoby
ZK	základní kapitál
ZPL	závazky po lhůtě splatnosti
Z – skóre	Altmanův index důveryhodnosti

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 30.4.2010

Lenka Hoheislová

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

Seznam příloh

Příloha 1	Rozvaha farmaceutického podniku
Příloha 2	Výkaz zisku a ztráty farmaceutického podniku
Příloha 3	Výpočet poměrových ukazatelů
Příloha 4	Horizontální analýza
Příloha 5	Vertikální analýza
Příloha 6	Pyramidový rozklad ROE 2004 - 2005
Příloha 7	Pyramidový rozklad ROE 2005 - 2006
Příloha 8	Pyramidový rozklad ROE 2006 - 2007
Příloha 9	Pyramidový rozklad ROE 2007 – 2008
Příloha 10	Pyramidový rozklad EVA 2004 - 2005
Příloha 11	Pyramidový rozklad EVA 2005 - 2006
Příloha 12	Pyramidový rozklad EVA 2006 - 2007
Příloha 13	Pyramidový rozklad EVA 2007 - 2008
Příloha 14	Výpočet Altmanova indexu
Příloha 15	Výpočet IN 95
Příloha 16	Výpočet IN99 a IN01